
EVOLUÇÃO DOS DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAIS

UMA ANÁLISE DAS EMPRESAS DO SETOR DO CALÇADO EM PORTUGAL

Carla Andreia Fernandes da Silva

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientada por
Professor Doutor Júlio Martins

Junho, 2019

Agradecimentos

A concretização deste trabalho, que foi um processo longo, mas bastante enriquecedor quer a nível pessoal quer profissional, contou com o contributo de várias pessoas, que direta ou indiretamente ajudaram para que este projeto fosse possível, e às quais quero manifestar os meus mais sinceros agradecimentos.

Em primeiro lugar, um muito obrigado especial ao meu orientador, o Professor Doutor Júlio Martins, não só pelo apoio, confiança e disponibilidade demonstradas, mas também pelos sábios conselhos imprescindíveis para a realização deste trabalho.

Aos professores que ao longo da minha vida académica cultivaram em mim o gosto pela investigação e me transmitiram os conhecimentos necessários para a elaboração desta dissertação.

Aos meus pais, Carlos Fernandes e Teresa Silva, aos meus irmãos, Tiago Fernandes e Marta Fernandes, e ao meu avô, José Silva, agradeço todo o carinho e paciência demonstrada, todas as palavras de incentivo e apoio, que foram sem dúvida o meu porto seguro durante esta etapa da minha vida, pois me ajudaram a ultrapassar todas as dificuldades e todos os momentos mais negativos.

Às amigas que a Faculdade de Economia do Porto me deu, Ana Fernandes e Mariana Barros, com quem tive o prazer de partilhar esta caminhada, quero agradecer o carinho, a ajuda e a disponibilidade que me dedicaram em todos os momentos.

Quero ainda agradecer a todos os meus amigos que fizeram parte do meu percurso por todo o apoio e amizade.

A todos Vós, o meu muito OBRIGADA!

Resumo

A estrutura de capitais das empresas é talvez o tema mais pesquisado e debatido nas Finanças Empresariais. Contudo, ainda não há um consenso a respeito da sua estrutura ótima nem dos seus determinantes. Existem diferentes teorias que apontam para um conjunto diverso de fatores que influenciam as decisões dos gestores, financiadores e acionistas sobre o financiamento das empresas de forma a minimizar o custo de capital e a maximizar o seu valor de mercado.

Este trabalho de investigação tem como objetivo analisar a evolução dos determinantes da estrutura de capitais das empresas portuguesas do setor do calçado no período de 2011 a 2017. Numa análise *cross section*, estuda-se a relação entre endividamento e alguns dos fatores apontados na literatura como determinantes da estrutura de capitais, nomeadamente: tangibilidade dos ativos, benefícios fiscais não decorrentes de dívida, oportunidade de crescimento, unicidade, risco de negócio e rentabilidade. Opta-se por uma análise quantitativa, assente no modelo econométrico de regressão linear múltipla, utilizando o método de estimação dos mínimos quadrados (*Ordinary Least Squares* (OLS)). O contributo deste trabalho está em adicionar a variável exportações ao modelo desenvolvido por Titman e Wessels (1988) aplicando-o às empresas produtoras de calçado.

Os resultados evidenciam que, para o período 2011-2017, no Endividamento Total e no Endividamento de Curto Prazo os fatores determinantes são a Tangibilidade dos Ativos e a Rentabilidade, enquanto no Endividamento de Longo Prazo são significativas as variáveis Tangibilidade dos Ativos, Rentabilidade e Risco de Negócio. Assim, podemos concluir que os determinantes variam com a maturidade da dívida.

Palavras-Chave: Estrutura de Capitais, Teorias de Estrutura de Capitais, Determinantes, Evolução, Calçado

Abstract

The capital structure of companies is perhaps the most researched and debated topic in finance literature. However, there is still no consensus as to its optimal structure or determinants. There are different theories that point to a diverse set of factors that influence managers, financiers and shareholders decisions about corporate finance in order to minimize the cost of capital and maximize the value of the firm.

This research aims to analyze the evolution of the determinants of the capital structure of Portuguese companies in the footwear sector in the period 2011 to 2017. In a cross section analysis, the relationship between leverage and some of the factors pointed out in the literature as determinants of the capital structure, namely: tangible assets, non-debt tax benefits, growth opportunity, uniqueness, volatility and profitability. A quantitative analysis based on the econometric model of multiple linear regression using the least squares estimation method *Ordinary Least Squares* (OLS) is used. The contribution of this work is to add the variable exports to the model developed by Titman and Wessels (1988) applying it to the companies producing footwear.

The results show that in the Total and Short-Term debt financing the determining factors are the Tangibility of Assets and Profitability, while in the Long-Term debt the Tangible Assets, Profitability and Volatility variables are significant. Thus, we can conclude that the determinants vary with the maturity of the debt.

Keywords: Capital Structure, Capital Structure Theories, Determinants, Evolution, Footwear

Índice

Agradecimentos	i
Resumo	ii
Abstract	iii
Índice	iv
Índice de Figuras	vi
Índice de Tabelas	vii
Índice de Anexos	viii
Abreviaturas	ix
1 Introdução	1
1.1 Enquadramento	1
1.2 Objetivos e Questões de Investigação	2
1.3 Metodologia	2
1.4 Estrutura da Dissertação	3
2 Caracterização do Setor	4
2.1 Importância	4
2.2 Evolução	8
2.3 Desafios e Estratégia	10
3 Revisão de Literatura	13
3.1 Estrutura de Capitais	13
3.2 Teorias sobre a Estrutura de Capitais	14
3.2.1 Modelo de Modigliani e Miller	14
3.2.1.1 Sem Impostos	15
3.2.1.2 Com Impostos	16
3.2.2 Teoria do Efeito Fiscal	17
3.2.3 Teoria do Trade-Off	18
3.2.3.1 Teoria do Trade-Off Estático	19
3.2.3.2 Teoria do Trade-Off Dinâmico	20
3.2.4 Teoria dos Custos de Agência	21
3.2.4.1 Teoria dos Custos de Agência do Capital Próprio	21
3.2.4.2 Teoria dos Custos de Agência da Dívida	22
3.2.5 Teoria da Assimetria de Informação	24
3.2.5.1 Teoria da Pecking Order	25
3.2.5.2 Teoria da Sinalização	27
3.2.5.2.1 Sinalização pelo Nível de Endividamento	28
3.2.5.2.2 Sinalização pela Política de Dividendos	28
3.2.6 Teoria do Market Timing	29
3.2.7 Teoria do Mercado de Produtos e Fatores	30

3.2.8	Teoria Baseada nos Comportamentos dos Gestores	31
3.2.9	Teoria do Ciclo de Vida da Empresa	32
3.3	Determinantes da Estrutura de Capitais	33
3.3.1	Tangibilidade dos Ativos	34
3.3.2	Benefícios Fiscais Não Decorrentes de Dívida	35
3.3.3	Oportunidades de Crescimento	36
3.3.4	Indústria.....	37
3.3.5	Volatilidade.....	38
3.3.6	Rentabilidade.....	39
3.3.7	Características Particulares de cada empresa e de cada ano.....	40
3.3.8	Outros Fatores.....	40
4	Objetivos, Hipóteses, Modelo e Metodologia de Investigação	41
4.1	Objetivos.....	41
4.2	Hipóteses	41
4.3	Modelo	43
4.4	Metodologia de Investigação	44
5	Dados.....	46
5.1	Bases de Dados	46
5.2	Seleção da Amostra	46
5.3	Estatísticas Descritivas.....	47
6	Resultados	48
6.1	Endividamento Total.....	48
6.2	Endividamento de Médio e Longo Prazo.....	51
6.3	Endividamento de Curto Prazo.....	52
7	Conclusão, Limitações e Recomendações para Investigação Futura	57
8	Referências Bibliográficas.....	59
9	Anexos	64

Índice de Figuras

Figura 1: Exportações portuguesas de calçado (2010-2017)	5
Figura 2: Principais mercados (2017)	6
Figura 3: Emprego e Exportações no setor do calçado (1989-2015)	8
Figura 4: Peso do Calçado em Couro nas Exportações Mundiais (2001 - 2011)	12
Figura 5: A Teoria do Trade-Off Estático	19

Índice de Tabelas

Tabela 1: Peso da indústria do calçado nas indústrias transformadoras (2001-2016).....	6
Tabela 2: Definição das Variáveis Dependentes	43
Tabela 3: Definição das Variáveis Independentes.....	44
Tabela 4: Seleção da Amostra	47
Tabela 5: Resultados do modelo de regressão Endividamento Total (2011-2017)	49
Tabela 6: Resultados do modelo de regressão Endividamento de Médio e Longo Prazo (2011-2017).....	51
Tabela 7: Resultados do modelo de regressão Endividamento de Curto Prazo (2011-2017)	53

Índice de Anexos

Anexo 1: Estatísticas Descritivas (2011-2017).....	64
Anexo 2: Matriz de Correlação (2011-2017).....	66

Abreviaturas

APICCAPS - Associação Portuguesa dos Industriais Calçado, Componentes, Artigos de Pele e Seus Sucedâneos

BCE - Banco Central Europeu

CFPIC - Centro de Formação Profissional da Indústria do Calçado

CTCP - Centro Tecnológico do Calçado de Portugal

CE - Comissão Europeia

EBIT – Earning Before Interest and Taxes

EBITDA – Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

FMI - Fundo Monetário Internacional

ME - Microempresas

UNIDO - Organização das Nações Unidas para o Desenvolvimento Industrial

OLS - *Ordinary Least Squares*

OMC - Organização Mundial do Comércio

PME - Pequenas e Médias Empresas

POC - Plano Oficial de Contas

PIB - Produto Interno Bruto

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

1 Introdução

1.1 Enquadramento

A estrutura de capitais das empresas é muito provavelmente o tema mais pesquisado e debatido nas Finanças Empresariais. Contudo, ainda não há um consenso a respeito da sua estrutura ótima nem dos seus determinantes. Existem diferentes teorias, que apontam para um conjunto diverso de fatores que influenciam as decisões dos gestores, acionistas e financiadores, sobre o modo de financiamento das empresas de forma a minimizar o custo de capital e, assim, maximizar o valor de mercado das empresas.

Nesta dissertação pretende-se analisar as características da estrutura de capitais das empresas portuguesas da indústria do calçado, tendo por objetivo perceber as relações existentes entre o nível de Endividamento e os indicadores frequentemente apontados na literatura como determinantes da estrutura de capitais. O dinamismo e a importância do setor do calçado na economia nacional, aliados ao interesse da autora pela área financeira e ao facto de ter exercido funções profissionais no setor justificam a escolha do tema e do setor.

Em 2016, a Associação Portuguesa dos Industriais do Calçado, Componentes, Artigos de Pele e Seus Sucedâneos (APICCAPS) apostou numa estratégia de internacionalização assente no slogan *“The sexiest industry in the World”*, cujo principal objetivo foi o de reposicionar a oferta portuguesa de calçado a nível mundial. O setor apresentou nos últimos anos um crescimento contínuo caracterizado pela consolidação da posição da indústria nos mercados tradicionais da União Europeia e pela entrada em novos mercados, nomeadamente, Rússia, Estados Unidos da América, Canadá e Angola (APICCAPS, 2018).

Em 2017, a indústria registou máximos históricos: 95% da produção comercializada em mercados internacionais, presença comercial em cinco continentes, 83,3 mil milhões de pares, num total de 1,96 mil milhões de euros e um crescimento de 3%, em volume e valor, face a valores de 2016 (APICCAPS, 2018).

Neste sentido, importa analisar a evolução dos determinantes da estrutura de capitais para o período de 2011 a 2017 das empresas portuguesas da indústria do calçado,

bem como perceber o potencial impacto nas decisões de financiamento das empresas das estratégias de internacionalização via exportação e de criação de Marcas Próprias.

1.2 Objetivos e Questões de Investigação

A questão à qual se pretende responder neste estudo é a seguinte: *De que modo evoluíram os determinantes da estrutura de capitais das empresas portuguesas do setor do calçado de 2011 a 2017?*

Os objetivos desta investigação são contribuir para o conhecimento empírico sobre os determinantes da estrutura de capitais no setor do calçado em Portugal para o período de 2011 a 2017 e perceber de que forma as estratégias de internacionalização e de marketing adotadas pelo setor e a consequente abertura ao exterior afetaram as decisões de financiamento das empresas portuguesas do setor do calçado.

Opta-se pelo período de 2011 a 2017 por múltiplas razões: primeiro, pelo dinamismo da indústria nesse período; segundo, porque em 2010 entrou em vigor o Sistema de Normalização Contabilística (SNC), que revogou o Plano Oficial de Contabilidade (POC) e que imprimiu novas regras no relato financeiro, garantindo-se assim a comparabilidade da informação a recolher e a tratar; terceiro, porque os anos em análise compreendem o período da crise financeira (2011 a 2014), que potencialmente levou a alterações significativas, quer no montante de crédito concedido a este setor pelo sistema bancário português, quer na abordagem deste face ao dinamismo crescente do setor em estudo.

1.3 Metodologia

Para estudar o tema opta-se por um modelo econométrico de regressão linear múltipla, utilizando o método de estimação dos mínimos quadrados OLS. Utilizam-se dados organizados em *cross section*, ou seja, os modelos são estimados para cada um dos anos de estudo, permitindo assim, posteriormente a análise da evolução dos determinantes da estrutura de capitais.

Numa fase inicial, procede-se a uma revisão de literatura que serve de base à formulação de hipóteses e identificação das variáveis mais relevantes a incluir no modelo econométrico a estimar.

1.4 Estrutura da Dissertação

A estrutura da dissertação é de sete capítulos organizados da seguinte forma: o primeiro capítulo, a introdução, diz respeito ao enquadramento do tema, aos objetivos da investigação, às motivações e pertinência do estudo, à metodologia de investigação e à estrutura do trabalho. O segundo capítulo é dedicado a uma breve caracterização do setor, tendo por base a sua importância na economia nacional, a sua evolução, os desafios e a estratégia adoptada. O terceiro capítulo foca-se na revisão de literatura sobre as diferentes teorias e determinantes da estrutura de capitais, que sustentam teoricamente o modelo de investigação, e na recolha de evidência empírica nacional e internacional. O quarto capítulo é dedicado ao desenho do estudo econométrico com a definição de hipóteses, das variáveis de investigação e do método de estimação. O quinto e sexto capítulos são dedicados, respetivamente, à análise de dados e à apresentação de resultados. Por fim, no capítulo sete, são apresentadas as conclusões da investigação, as limitações e as possíveis sugestões para trabalhos futuros.

2 Caracterização do Setor

De acordo com a terceira revisão da Classificação Portuguesa das Atividades Económicas (CAE-VER.3) a indústria do calçado compreende as atividades de fabricação de calçado (grupo 15201) e as de fabricação de componentes para calçado (grupo 15202).

Neste capítulo faz-se uma caracterização da indústria, dando especial enfoque à atividade de fabricação de calçado (grupo 15201), salientando a sua importância para a economia nacional, a sua evolução, os riscos, desafios e as estratégias adotadas.

2.1 Importância

O desempenho da economia portuguesa para o período de 2011 a 2017 ficou marcado por um contexto macroeconómico complexo. A crise financeira que se iniciou nos EUA, em 2006, alastrou-se ao resto do mundo, tendo atingido Portugal em 2010. À crise financeira internacional associou-se a crise da dívida soberana portuguesa, o que levou o governo português a pedir assistência financeira à Comissão Europeia (CE) para assegurar condições de financiamento ao sistema financeiro e ao país. Assim, em Maio de 2011 foi assinado o Programa de Ajustamento entre o governo português a CE, o Banco Central Europeu (BCE) e o Fundo Monetário Internacional (FMI). A entrada da Troika em Portugal impôs um ajustamento estrutural da economia a fim de corrigir os desequilíbrios macroeconómicos acumulados ao longo de décadas.

No período de 2011 a 2013, o produto interno bruto (PIB) registou taxas de crescimento negativas, em virtude de políticas de austeridade severas que tiveram como consequência uma contração no consumo privado e no investimento, uma elevada taxa de desemprego e dificuldades de acesso ao financiamento por parte das empresas.

De 2014 em diante, com o fim da intervenção externa, a economia portuguesa começou a registar uma melhoria ligeira no crescimento do PIB, apesar de registar, ainda, um nível considerável de dívida. O crescimento do PIB foi de 0,9% em 2014, 1,5% em 2015 e 1,4% em 2016. Este crescimento da economia fez-se pela via do aumento do consumo privado e pelo reforço das exportações. A nível de investimento registou-se de novo uma retoma.

Mas as dificuldades da economia nacional não se fizeram sentir na indústria de calçado caracterizada por ser fortemente exportadora, bem pelo contrário, já que o enquadramento macroeconómico potenciou o desenvolvimento da atividade do setor (APICCAPS, 2011).

Como podemos verificar pela análise da Figura 1, no período de 2010 a 2017, as exportações portuguesas de calçado registaram um crescimento contínuo.

Figura 1: Exportações portuguesas de calçado (2010-2017)



Fonte: (APICAPPS, 2018)

Em 2017, a indústria registou máximos históricos: 95% da produção foi comercializada em mercados internacionais, marcou presença comercial em cinco continentes, as exportações representaram 83,3 mil milhões de pares, num total de 1,96 mil milhões de euros e um crescimento de 3%, em volume e valor, face a valores de 2016 (APICCAPS, 2018).

A nível de presença em mercados internacionais, a indústria portuguesa de calçado consolidou a sua posição nos mercados tradicionais, nomeadamente, o mercado europeu e conquistou novos mercados. A Figura 2 evidencia o peso de cada mercado nas exportações, sendo que os destinos europeus são os mais representativos devido à proximidade geográfica, à integração europeia, à moeda única e à ausência de barreiras alfandegárias ao comércio no interior da União Europeia.

Figura 2: Principais mercados (2017)

Million Euros					
1	France	410	6	Denmark	107
2	Germany	376	7	USA	72
3	Netherlands	281	8	Italy	54
4	Spain	174	9	Belgium	48
5	UK	125		Others	316

Fonte: (APICCAPS, 2018)

A nível de criação de postos de trabalho, a indústria também se mostrou bastante dinâmica, registando uma variação positiva de 25% ao longo do período em análise, passando de 32.000 postos de trabalho, em 2010, para 40.000, em 2017 (APICCAPS, 2018).

Em 2016, as empresas da indústria do calçado representavam 5% do total das empresas das indústrias transformadoras, 3% do volume de negócios e 7% do número de pessoas ao serviço (Banco de Portugal, 2012). O peso da indústria do calçado nas indústrias transformadoras tem vindo a aumentar desde 2001. De acordo com os dados da Tabela 1, ainda que de forma ligeira, de 2001 a 2016, o número de empresas aumentou 0.9 pp., o volume de negócios diminuiu 0.2 pp. e o número de pessoas ao serviço aumentou 0.3. pp..

Tabela 1: Peso da indústria do calçado nas indústrias transformadoras (2001-2016)

	2001	2011	2016
Número de Empresas	4.1%	4.3%	5%
Volume de Negócios	3.2%	2.5%	3%
Número de Pessoas ao Serviço	6.7%	6.4%	7%

Fonte: (Banco de Portugal, 2012; Banco de Portugal, 2016a)

A indústria apresenta uma forte concentração geográfica, estando essencialmente localizada em três pólos: Felgueiras, Lousada e Guimarães (pólo 1), São João da Madeira, Feira, Oliveira de Azeméis e Vila Nova de Gaia (pólo 2) e Benedita (pólo3).

Em 2015, de acordo com os dados da APICCAPS (2017), os concelhos de Felgueiras e Guimarães empregavam 47% do total das pessoas afetas ao serviço da fabricação de calçado, enquanto os concelhos de São João da Madeira, Feira e Oliveira de Azeméis representavam 28% do total do emprego. Também as exportações apresentam uma forte concentração geográfica, em linha com o emprego. Em 2016, o peso nas exportações por concelho estava assim repartido: o concelho de Felgueiras representava 37% do total das exportações, o de Santa Maria da Feira 14%, o de Guimarães 10%, o de Oliveira de Azeméis 7% e o de São João da Madeira 5%.

Em 2016, de acordo com dados do Banco de Portugal (2016), a indústria era composta por 2.127 empresas, das quais 52% eram pequenas e médias empresas (PME). A deslocalização das grandes empresas para o exterior pode ser uma justificação para a predominância de PME no setor.

Em 2011, de acordo com os dados do Banco de Portugal (2012), o volume de negócios do setor era determinado por empresas com mais de vinte, sendo que as PME representavam cerca de 78% do total do volume de negócios.

Quanto ao peso relativo do mercado externo por dimensão, em 2011, o maior excedente nas transações com o exterior pertencia às PME, 51%, contra 43% nas grandes empresas e 14% nas microempresas (ME). Relativamente à autonomia financeira e à dimensão da empresa, em 2011, o capital alheio desempenhava um papel importante no financiamento do setor, sendo que nas grandes empresas 48% do ativo era financiado por capitais alheios, nas PME o capital alheio financiava 68% do ativo e nas ME 84% (Banco de Portugal, 2012).

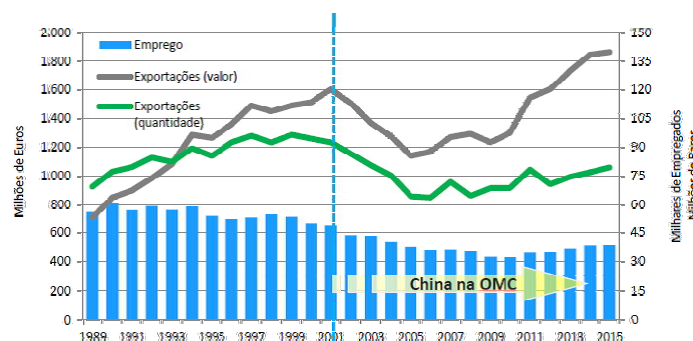
2.2 Evolução

Nos últimos vinte anos, a indústria portuguesa de calçado transformou-se e reinventou-se. De uma indústria tradicional assente em mão de obra intensiva e barata para uma indústria moderna, altamente competitiva, com uma posição importante na Europa e reconhecida como exportadora de qualidade para o mundo, especialmente no segmento de sapatos de couro (APICCAPS, 2018).

Em 1970, as exportações portuguesas de calçado eram compostas por encomendas de clientes internacionais, colocadas em regime de subcontratação às empresas portuguesas por agentes comerciais, na sua maioria europeus, e pelas vendas das multinacionais aqui instaladas.

A liberalização do comércio internacional e a globalização da economia mundial trouxeram grandes desafios à economia nacional e por conseguinte à indústria portuguesa de calçado. A concorrência internacional afetou negativamente as empresas portuguesas de calçado, cujas vantagens competitivas eram o baixo valor da mão-de-obra e produções em grande escala. O surgimento de outras localizações, com mão-de-obra abundante e a custos mais competitivos, aliado à facilidade de implementação da indústria, fizeram com que a maioria das multinacionais do setor presentes em Portugal se deslocalizasse para a Ásia. Segundo dados da APICCAPS (2013), no final da década de 80, a Ásia assegurava mais de metade da produção mundial de calçado. O desequilíbrio comercial intensificou-se, em 2001, com a entrada da China na Organização Mundial do Comércio (OMC).

Figura 3: Emprego e Exportações no setor do calçado (1989-2015)



Fonte: Direção Geral das Atividades Económicas (2017)

A Figura 3 representa a evolução da indústria portuguesa do calçado, em termos de emprego e exportações (nominais e em quantidade), no período compreendido entre 1989 e 2015. Durante a década de 90, a indústria evoluiu positivamente quer em termos de emprego, quer em termos de valor nominal das exportação. A nível de quantidades exportadas durante essa década verificou-se um decréscimo, que se intensificou a partir de 2001.

Face a um contexto competitivo e adverso, a indústria portuguesa de calçado reorganizou-se. As instituições¹ do setor tiveram um papel fundamental na reorganização ao desenvolverem planos estratégicos que tiveram em consideração as recomendações de Porter² (1994) e que foram implementados de forma articulada com as empresas. Desta forma foi possível à indústria associar o *know-how* fabril à reputação de origem de qualidade, criatividade, design e moda.

A reorganização da indústria deu-se a nível produtivo e na abordagem aos mercados. A nível produtivo, a indústria modernizou-se, apostou, em tecnologias de ponta, na criatividade e no design, que associados a padrões de qualidade elevados permitiram o desenvolvimento de produtos capazes de conquistar maior valor acrescentado na cadeia produtiva.

No que respeita à abordagem dos mercados, a indústria apostou na promoção comercial internacional contínua. As campanhas de imagem coletivas do calçado português promovidas pela APICCAPS e o esforço individual das empresas através da participação em feiras internacionais são exemplos do trabalho de promoção comercial internacional. Segundo a APICCAPS, nos últimos 10 anos, foram criadas mais de 350 marcas portuguesas de calçado.

¹ As instituições do setor são: a APICAPPS, criada em 1977, o Centro Tecnológico do Calçado de Portugal (CTCP), criado em 1986 e o Centro de Formação Profissional da Indústria do Calçado (CFPIC) fundado em 1965.

² O cluster do calçado foi identificado no Relatório Porter como estratégico para a competitividade de Portugal, tendo em conta a concentração geográfica e a rede de relações formais e informais estabelecidas entre as empresas, forças potenciadoras do aparecimento de economias de aglomeração. Porter (1994) defendia que o cluster deveria de ser suportado com políticas públicas de forma a aumentar a sua competitividade e consequentemente da economia portuguesa.

No entanto, a indústria apresenta ainda uma base produtiva muito diversificada. De facto, passar de um modelo de subcontratação de produções de clientes internacionais para um modelo de negócio de desenvolvimento e comercialização de Marca Própria é um processo moroso que requer recursos humanos e financeiros de grande complexidade. Assim, nem todas as empresas do setor se encontram no mesmo estágio de desenvolvimento no processo criação de valor. Há empresas focadas em gamas de produto subvalorizadas, outras carecem de recursos financeiros para apostar na criação e desenvolvimento de Marcas Próprias e na internacionalização, outras são deficitárias na profissionalização da gestão e organização e há ainda empresas com limitações a nível de qualificação de recursos humanos aos vários níveis de hierarquia e nos vários domínios funcionais.

Para a APICCAPS (2013), a estratégia da indústria passa por acomodar a diversidade produtiva potenciando modelos de negócios flexíveis e ajustados à realidade financeira e organizacional de cada empresa. Por outro lado, essa diversidade permite que as empresas se estruturam em redes, repartindo responsabilidades e funções, o que constitui um mecanismo fundamental de difusão do conhecimento no seio do cluster, potenciando o surgimento de economia de aglomeração.

2.3 Desafios e Estratégia

Atualmente, Portugal é conotado como uma origem de calçado de qualidade. O calçado português está na moda (APICCAPS, 2013). A reputação, principal ativo intangível da indústria, é o resultado de vários planos estratégicos desenhados pelas instituições do setor e implementados de forma articulada entre estas e as empresas, ao longo dos últimos anos. Estes planos estratégicos aliados ao aproveitamento que o setor fez dos Programas de Incentivos foram fundamentais para a mudança de paradigma da indústria do calçado, pois ao promoveram a modernização produtiva permitiram que a indústria antecipasse a mudança e acompanhasse a evolução dos mercados. As estratégias adotadas assentaram na rapidez e flexibilidade visando responder atempadamente a qualquer encomenda e às exigências de clientes cada vez mais diversificados e sofisticados. Ao longo do tempo, a qualidade da oferta foi melhorando, não só em termos do produto, mas também em termos do serviço prestado, que procura responder às exigências de cada mercado e

cumprir os prazos de entrega. A indústria do calçado tornou-se, assim, fortemente competitiva e numa das mais dinâmicas (Direção Geral das Atividades Económicas, 2017).

No entanto, o atual contexto macroeconómico mundial e a competitividade à escala global impõem novos riscos e desafios à indústria. Os principais riscos que a indústria enfrenta são: o abrandamento das economias dos países mais desenvolvidos (onde se situam os principais mercados do calçado português), a volatilidade do preço das matérias-primas (nomeadamente o couro que é usado de forma intensiva na fabricação de calçado), o eventual aparecimento de alternativas a menor custo e com melhores performances produtivas, e o aparecimento de outros *players* internacionais que procuram competir com a indústria de calçado portuguesa, nomeadamente, o Brasil (APICCAPS, 2013).

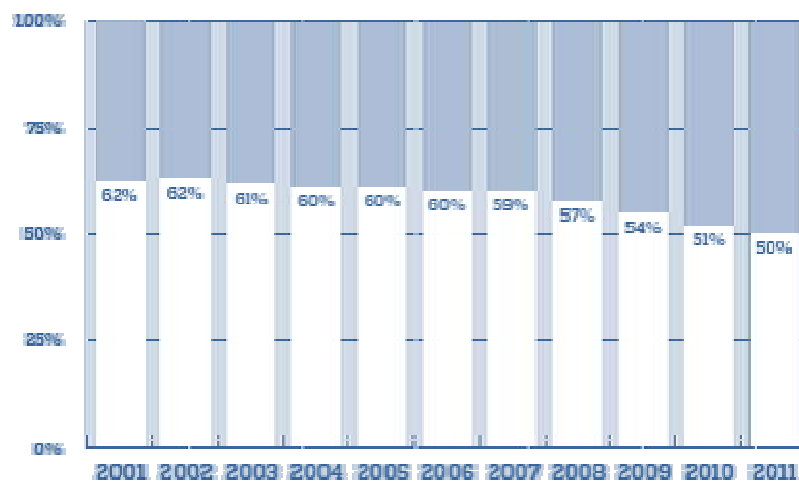
A estratégia da indústria passa por continuar a conquistar maior valor acrescentado na cadeia produtiva reforçando a sofisticação na oferta. O calçado que Portugal exporta tem o segundo preço médio mais elevado do mundo (o calçado mais caro é o exportado por Itália, principal concorrente da indústria portuguesa), mas os objetivos estratégicos passam por exportar calçado cada vez mais caro, aproximando-se dos valores do calçado italiano, e limitar as pretensões de crescimento na cadeia de valor de novos concorrentes internacionais como o Brasil. Os principais mercados do calçado português são mercados com elevado poder de compra, sendo 91% das exportações absorvidas pelo mercado europeu e 9% canalizadas para o resto do mundo. No entanto, as projeções macroeconómicas para os países desenvolvidos e para a União Europeia em particular, apontam para uma estagnação na procura nos próximos anos. Neste contexto, a estratégia da indústria passa por explorar nichos de mercado com elevado poder de compra, que começam a surgir fora dos mercados tradicionais, sendo que para esses mercados a estratégia deve focar-se noutros fatores de competitividade, como sejam, a reputação, o design e o luxo (APICCAPS, 2013).

A volatilidade do preço da matéria-prima é uma variável importante para a indústria portuguesa de calçado dada a forte especialização na produção de calçado em couro (88% da produção é calçado em couro). Segundo dados da APICAPPS (2017), o calçado de couro representa, em volume, cerca de 74% das exportações nacionais de calçado, e em valor, cerca de 90%. Estes valores não registaram oscilações muito acentuadas ao longo da última década. Em 2010, a Organização das Nações Unidas para o Desenvolvimento Industrial (UNIDO) avaliou a economia mundial de artigos em couro em cerca de 93,8 mil

milhões de euros por ano. Em termos de procura mundial o preço desta matéria-prima é influenciado, quer pelo que se passa nas regiões do mundo onde está concentrada a produção de calçado, quer pela procura de outras indústrias consumidoras desta matéria-prima.

Ao longo dos últimos anos, conforme se pode visualizar na Figura 4, o calçado em couro tem vindo a perder peso no comércio mundial. Em 2011, o calçado em couro representava apenas 50% do valor transaccionado (APICCAPS, 2013). Tal constitui uma janela de oportunidade para a aposta em novas tecnologias e novos materiais que se afirmem como alternativas com melhor performance, menor custo e menor impacto ambiental.

Figura 4: Peso do Calçado em Couro nas Exportações Mundiais (2001 - 2011)



Fonte: (APICCAPS, 2013)

Os desafios que a indústria enfrenta são a qualificação, a inovação e o domínio da imagem. Para que o calçado português continue a afirmar-se em mercados internacionais, a estratégia da indústria passa por dar resposta a estes três desafios de forma contínua e integrada (APICCAPS, 2013).

3 Revisão de Literatura

Neste capítulo faz-se uma revisão da literatura no que respeita ao tema da estrutura de capitais das empresas. Diversas teorias explicativas relevantes são apresentadas com especial enfoque nos fatores determinantes da escolha da estrutura de capitais de uma empresa.

3.1 Estrutura de Capitais

A escolha da estrutura de capitais é um dos temas mais importantes e mais debatidos da Teoria Financeira, e tem sido alvo de múltiplos estudos internacionais (e.g., Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995, Baker & Wurgler, 2002; Bennett & Donnelly, 1993; DeAngelo & Masulis, 1980; Goyal, Lehn, & Racic, 2002) e nacionais (e.g., Jorge e Armada, 2001; Couto e Ferreira, 2010; Gomes R., 2012).

Mas o que é que se entende por estrutura de capitais?

Schoroeder, Clark e Cathey (2011) definem estrutura de capitais como o *mix* de capitais próprios (parte que pertence aos acionistas) e alheios (dívidas a financiadores), resultado da combinação que a empresa faz dos seus diferentes títulos. A estrutura de capitais de uma empresa, representada pelo ratio de endividamento, corresponde às diferentes fontes de financiamento que as empresas têm ao seu dispor, isto é, à forma como as empresas combinam o capital próprio e o capital alheio, para financiarem os seus ativos e satisfazerem as suas necessidades, pelo que é essencial para a determinação do valor de uma empresa (Jorge e Armada, 2001; Couto e Ferreira, 2010).

Uma empresa tem vários objetivos consoante a perspetiva de cada *stakeholder*. Do ponto de vista do *stakeholder* financeiro (acionista ou financiador de dívida), o objetivo principal é a maximização do valor da empresa. As decisões de investimento e a forma como estes são financiados têm influência na maximização desse valor. Neste sentido, a estrutura ótima de capitais de uma empresa corresponde àquela que maximizará o valor da empresa. No entanto, não há ainda uma definição consensual deste conceito nem dos motivos que levam à escolha de uma em detrimento de outra (Jorge e Armada, 2001; Couto e Ferreira, 2010; Gomes R., 2012). Neste sentido, Myers(1984) refere-se à estrutura de

capitais de uma empresa como um *puzzle*, uma vez que não existem ainda certezas quanto à forma como as empresas tomam as decisões de financiamento.

O que há são diferentes teorias sobre os motivos que levam as empresas a optarem por determinada estrutura de capitais, ou seja, por determinada fonte de financiamento – dívida ou capital próprio, em detrimento de outra, num determinado momento.

Contudo, apesar da pertinência do tema e de anos de investigação empírica, verifica-se um *gap* entre as teorias e a prática. As teorias não são suficientes para orientar o gestor num contexto de decisões de financiamento (Myers, 1977; Frank e Goyal, 2009).

3.2 Teorias sobre a Estrutura de Capitais

A teoria moderna da estrutura de capitais começou, segundo Harris e Raviv (1991), com o estudo de Modigliani e Miller (1958). Este estudo, baseado em pressupostos muito restritivos, foi dando origem a diferentes teorias, à medida que os seus pressupostos foram sendo abandonados.

Assim, neste ponto faz-se uma revisão das diferentes teorias que têm surgido ao longo dos anos para explicarem a forma como as empresas escolhem a sua estrutura de capitais, ou seja como escolhem o seu modo de financiamento, e que são sustentadas, nomeadamente, nos custos de agência, na assimetria de informação, no mercado de bens e produtos em que a empresa opera e nas práticas de *corporate governance* (Harris e Raviv, 1991).

Neste sentido, apresentam-se, de seguida, algumas das mais importantes teorias sobre a estrutura de capitais.

3.2.1 Modelo de Modigliani e Miller

A Teoria de Modigliani e Miller é uma dos primeiros e mais importantes modelos que existem sobre a estrutura de capitais de uma empresa. No entanto, é possível distinguir duas abordagens diferentes a este modelo: uma sem impostos, com base em Modigliani e Miller (1958); e outra com impostos, com base em Modigliani e Miller (1963).

3.2.1.1 Sem Impostos

Modigliani e Miller (1958) defendem que num mercado de capitais eficiente, a estrutura de capitais de uma empresa é irrelevante, pois não afeta o seu valor de mercado, uma vez que o custo de capital da empresa é o mesmo para qualquer nível de endividamento (Couto e Ferreira, 2010; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

Saliente-se, porém, que os autores desenvolvem a sua teoria inicial pressupondo que os mercados são perfeitos, que não há assimetrias de informação, não existem impostos sobre os rendimentos (pessoais e empresariais), não há risco financeiro nem custos de falência e de agência, os indivíduos e as empresas podem contratar ou conceder empréstimos á mesma taxa de juro isenta de risco, a empresa emite apenas dois tipos de instrumentos financeiros: ações (capital próprio) e obrigações (dívida isenta de risco), os investidores são racionais e possuem as mesmas expectativas relativamente à rentabilidade futura da empresa (Modigliani e Miller, 1958).

De forma a validarem a sua teoria, os autores utilizam diversos argumentos. Em primeiro lugar, defendem que o tipo de financiamento escolhido por uma empresa é irrelevante para a determinação do seu valor, isto é, que quer as empresas que usam capitais alheios quer as que não usam possuem o mesmo valor, pois caso contrário os investidores poderiam obter lucros livres de risco através do mecanismo de arbitragem, vendendo títulos sobrevalorizados e comprando subvalorizados, o que levaria à descida do valor dos títulos sobrevalorizados e à subida do valor dos títulos subvalorizados.

Por esta via, a discrepância de valores tende a ser eliminada, pelo que, o valor de mercado de uma empresa endividada mantêm-se inalterado caso a empresa opte por não recorrer ao endividamento, ou seja:

$$V_{\mu} = V_I$$

em que V_{μ} é o valor de mercado da empresa não endividada e V_I é o valor de mercado da empresa endividada.

Em segundo lugar, afirmam que o custo dos capitais próprios é proporcional ao de capital alheio, visto que quanto maior for o endividamento maior será a rendibilidade exigida pelos acionistas de forma a compensarem os riscos financeiros. Com efeito, se para níveis de endividamento baixos essa taxa será menor do que a hipótese de Modigliani e

Miller (1958), para níveis de endividamento elevados a taxa estará acima da rentabilidade exigida para o capital próprio (Modigliani e Miller, 1958).

Por fim, os autores defendem que o valor de uma empresa é determinado, não pela sua política de financiamento, mas pela sua política de investimento. Assim, de acordo com o critério de maximização de lucros, vale a pena comprar um ativo físico se ele aumentar o lucro líquido dos proprietários da empresa, o que acontecerá se a taxa de rentabilidade ou retorno esperada dos ativos for superior ao seu custo. De acordo com o critério de maximização do valor de mercado, vale a pena adquirir um ativo se este aumentar o valor do património líquido do proprietário, ou seja, se acrescentar mais ao valor de mercado da empresa do que os custos de aquisição (Modigliani e Miller, 1958; Gomes R., 2012).

A teoria de Modigliani e Miller tem sido amplamente discutida, apesar dos seus pressupostos irrealistas (Tiwari e Krishnankutty, 2014).

3.2.1.2 Com Impostos

Os pressupostos do modelo original de Modigliani e Miller (1958) foram alvo de muitas críticas, facto que levou os autores a reavaliarem o modelo e a incluírem na sua análise os impostos, que culminou com a publicação de um novo artigo, em 1963. Neste novo estudo, Modigliani e Miller (1963) defendem que o valor de mercado de uma empresa é influenciado pela sua estrutura de capitais, em que o valor de mercado de uma empresa endividada é idêntico ao de uma não endividada, acrescido do valor dos benefícios fiscais associados ao endividamento.

De facto, na presença de impostos, a utilização de capitais alheios revela-se fiscalmente mais favorável do que a utilização de capitais próprios, pois os juros pagos pela utilização de capitais alheios podem ser deduzidos na carga fiscal da empresa, ao contrário dos dividendos pagos pela utilização de capitais próprios, o que conduz a uma poupança de imposto, que por sua vez originará um aumento no valor da empresa. Assim, o valor de uma empresa endividada depende não só da rentabilidade dos seus ativos, mas também do valor da dívida e das taxas de imposto sobre o rendimento (Modigliani e Miller, 1963; Couto e Ferreira, 2010; Gomes R., 2012).

Modigliani e Miller (1963) concluem que incentivando as empresas a usar mais

capitais alheios e sugerindo que a haver uma estrutura ótima de capitais, esta será constituída apenas por capital alheio, pois o aumento da poupança fiscal aumentará não só o valor de mercado da empresa como os rendimentos dos acionistas. No entanto, os autores recomendam que as empresas não recorram na totalidade ao capital alheio e que estabeleçam limites de endividamento, de modo a conservarem um certo grau de flexibilidade e a diminuírem o risco de falência caso os fluxos gerados internamente não sejam suficientes para cobrir os pagamentos (Modigliani e Miller, 1963). Também Brealey e Myers (1998) referem que o valor máximo de uma empresa ocorre quando esta é apenas financiada com recurso a capitais alheios. No entanto, os autores salientam que se tal acontecer, a empresa estará necessariamente próximo da falência.

A partir desta discussão, foram realizadas diversas investigações de forma a identificar os fatores determinantes do nível de endividamento das empresas, originando a moderna teoria da estrutura de capitais (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995).

Surgiram, então, diferentes teorias baseadas, por exemplo, na consideração dos efeitos fiscais e dos custos de falência, dos custos de agência, da assimetria de informação, do mercado de produtos e fatores e do comportamento dos gestores, tais como a Teoria do Efeito Fiscal, a Teoria do *Trade-Off*, a Teoria dos Custos de agência, a Teoria da *Pecking Order*, a Teoria da Sinalização e a Teoria do *Market Timing* (Harris e Raviv, 1991).

3.2.2 Teoria do Efeito Fiscal

A Teoria do Efeito Fiscal surge na sequência do modelo proposto por Modigliani e Miller (1963) que já considera os benefícios dos impostos como determinante da estrutura de capitais. Segundo os autores, o valor de mercado de uma empresa endividada é igual ao de uma não endividada acrescido do valor dos benefícios fiscais decorrentes do uso de dívida, pelo que a estrutura de capitais ótima é aquela que é constituída apenas por capitais alheios, que conduzem à maximização da poupança fiscal, e portanto, do valor de mercado da empresa e dos rendimentos dos acionistas.

Esta teoria defende que a estrutura de capitais de uma empresa é afectada pela fiscalidade, uma vez que os custos suportados resultantes da utilização de capitais próprios

são tratados de forma diferente dos capitais alheios. De facto, enquanto os custos sustentados pela utilização de capitais próprios, na forma de dividendos, não trazem benefícios fiscais, os juros pagos pela utilização de capitais alheios são dedutíveis fiscalmente, o que possibilita uma redução da carga fiscal paga pela empresa. Assim, como o financiamento através do endividamento conduz à redução da carga fiscal das empresas, o imposto sobre o seu rendimento acaba por funcionar como um incentivo ao endividamento.

DeAngelo e Masulis (1980) acrescentam que os benefícios fiscais não decorrem apenas da dívida, mas também de outras fontes, tais como, amortizações e reintegrações, crédito ao investimento e contribuições para fundos de pensões. Neste sentido, os autores defendem que estas duas fontes de benefícios fiscais funcionam como substitutos entre si, pelo que apontam para a existência de uma relação negativa entre o imposto sobre o rendimento e os outros benefícios fiscais não resultantes da dívida, pois à medida que uma empresa aumenta o capital alheio, diminui a possibilidade de usufruir em pleno de todas as fontes de poupança fiscal existentes, o que conduzirá à diminuição do benefício marginal da utilização de capital alheio (DeAngelo e Masulis, 1980).

Miller (1977) defendeu que, seja qual for a composição das origens do capital da empresa, esta não atingirá individualmente uma estrutura ótima de capital, ou seja, o endividamento tem um efeito neutro na estrutura de capital da empresa.

Em suma, de acordo com esta teoria, para se alcançar uma estrutura de capitais ótima é necessário ponderar as vantagens e desvantagens da utilização de capitais alheios.

3.2.3 Teoria do Trade-Off

A Teoria do Trade-Off defende a existência de uma estrutura de capitais ótima, isto é, um rácio ótimo de capitais próprios e alheios, obtido através de um balanceamento entre os benefícios (poupança fiscal) e os custos (risco de falência) do endividamento, de forma a atingir um ponto de endividamento que maximize o valor da empresa (Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Myers, 1977; Myers, 1984; Stulz, 1990; Frank e Goyal, 2009; Gomes R., 2012; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

Ou seja, deve-se avaliar o trade-off entre aumentar o nível de endividamento,

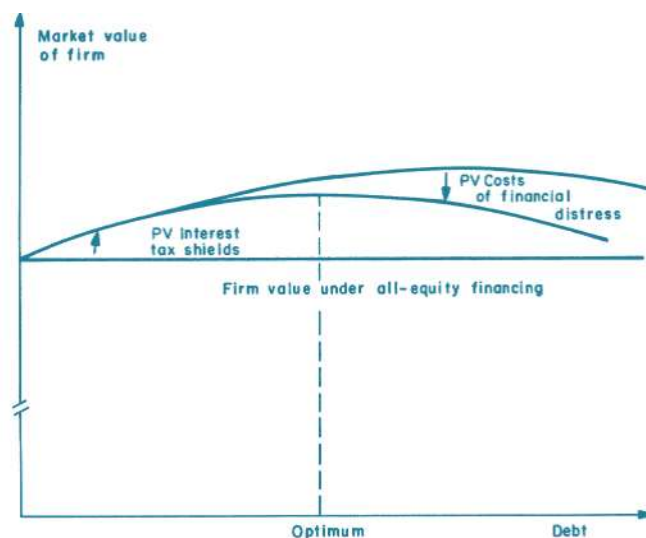
aumentar os ganhos fiscais e reduzir o custo de capital e aumentar o seu valor, mas aumentar os custos associados ao endividamento (juros e risco financeiro), e aumentar o capital próprio, aumentar o custo de capital, mas não pagar dividendos aos acionistas (Serrasqueiro e Caetano, 2014).

De acordo com a literatura, é possível identificar duas abordagens diferentes à Teoria do Trade-Off - a Teoria do Trade-Off Estático e a Teoria do Trade-Off Dinâmico (Gomes R., 2012).

3.2.3.1 Teoria do Trade-Off Estático

A Teoria do Trade-Off Estático defende que a estrutura de capitais ótima de uma empresa é definida pela existência de um equilíbrio entre os benefícios fiscais da utilização de capitais alheios que conduzem ao aumento do nível de endividamento, e os custos de falência que levam a um menor nível de capitais alheios, como podemos observar na Figura 5 (Kraus e Litzenberger, 1973; Scott, 1976; Myers, 1984; Frank e Goyal, 2009; Gomes R., 2012).

Figura 5: A Teoria do Trade-Off Estático



Fonte: (Myers, 1984)

Kraus e Litzenberger (1973) defendem no seu estudo que a estrutura ótima de capitais de uma empresa é obtida pelo confronto entre o valor dos benefícios fiscais e o dos custos resultantes do recurso a capitais alheios e que o valor de mercado de uma empresa endividada é igual ao de uma empresa não endividada, acrescido do valor da diferença entre os benefícios fiscais e os custos de falência.

Já Scott (1976), pressupondo que os mercados são imperfeitos e que é possível uma empresa entrar em insolvência, defende que o nível de endividamento de uma empresa regista uma relação negativa com os benefícios fiscais não decorrentes de dívida e uma relação positiva com a dimensão e a tangibilidade dos ativos da empresa, pois a existência de ativos que possam ser utilizados como garantia reduz significativamente os custos de falência.

Neste sentido, quanto maior for o nível de utilização de capitais alheios, em detrimento dos capitais próprios, menor será o valor da empresa e maior será o risco de incumprimento da dívida e de falência, pelo que é recomendável uma utilização moderada de capitais alheios, até ao ponto em que o valor marginal dos benefícios fiscais da utilização de capital alheio seja compensado pelo aumento no valor atual de potenciais custos de falência (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers, 1984).

3.2.3.2 Teoria do Trade-Off Dinâmico

A Teoria do Trade-Off Dinâmico, que surge ao analisarem-se vários períodos e não apenas um e que assenta na importância do papel do tempo, das expectativas e dos custos suportados, defende que a decisão de financiamento vai depender do nível de financiamento necessário previsto para o próximo período, pelo que poderá ser ótimo angariar fundos através da utilização de capitais próprios ou alheios (Frank e Goyal, 2009).

Com efeito, como o nível de endividamento das empresas oscila, estas ajustam a sua estrutura de capitais para um valor ótimo de tempos a tempos. Refira-se, que este ajustamento não é realizado constantemente devido aos custos de transação. Assim, esta abordagem reconhece a existência de custos de transação, ou seja, de despesas inerentes às operações de aquisição de financiamento, bastante significativos que influenciam negativamente a estrutura de capitais das empresas, que só a conseguirão ajustar para o seu

valor ótimo quando os benefícios desse ajustamento forem superiores aos seus custos (Kane, Marcus e McDonald, 1984).

3.2.4 Teoria dos Custos de Agência

A Teoria dos Custos de Agência, introduzida por Jensen e Meckling (1976), defende que a estrutura de capitais de uma empresa é determinada pelos custos de agência, isto é, pelos custos derivados do conflito de interesses entre financiadores (acionistas e credores financeiros) e gestores. De facto, como uma empresa é uma entidade onde interagem vários intervenientes - gestores, acionistas, credores -, surgem inevitavelmente diferentes conflitos de interesses que geram custos de agência (Harris & Raviv, 1991).

Neste sentido, esta teoria preconiza que devido ao elevado grau de complexidade das empresas, o gestor não agirá sempre de acordo com os interesses dos acionistas e dos credores, o que gera um conflito de interesses entre estes, que não só prejudicam o seu bom funcionamento como originam vários custos, diminuindo assim o valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976).

Relativamente aos custos de agência, estes podem ser classificados, quanto à sua natureza, em custos de agência do capital próprio, quando resultam de conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas; e em custos de agência do capital alheio, quando têm origem nos conflitos de interesse entre acionistas e credores (Jensen e Meckling, 1976; Harris & Raviv, 1991).

3.2.4.1 Teoria dos Custos de Agência do Capital Próprio

Os custos de agência do capital próprio referem-se aos custos decorrentes dos conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas, que normalmente surgem quando os gestores colocam os seus próprios interesses – maximização da sua função utilidade - à frente dos interesses dos acionistas e da maximização do valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976; Harris e Raviv, 1991).

Este conflito é agravado na presença de assimetrias de informação que conduzem a

decisões de investimento não otimizadas e de utilização incorreta dos *cash flows*, pois enquanto os gestores defendem que o excedente de *cash flows* deveria ser reinvestido na empresa, os acionistas defendem que deveria ser distribuído sob a forma de dividendos, pelo que nem sempre agem para maximizar o valor total da empresa (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Harris e Raviv, 1991).

No seguimento, quer os acionistas quer os gestores tomarão diversas medidas, de forma a garantirem respetivamente que os seus interesses não serão negligenciados, levando a empresa a incorrer em diferentes custos, designados por custos de agência dos capitais próprios (Jensen e Meckling, 1976).

Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência podem ser minimizados recorrendo a duas estratégias: (1) aumentar a participação dos gestores no capital da empresa, aproximando dessa forma os seus interesses aos dos acionistas ou (2) aumentar a dívida, pois esta levaria não só a um aumento dos juros pagos e consequentemente a uma diminuição do *cash flow* disponível, mas também à expansão e valorização da empresa, o que é do interesse de todos (Jensen, 1986; Stulz, 1990; Harris e Raviv, 1991). Acrescente-se ainda que a dívida ajuda a disciplinar o gestor, visto funcionar como incentivo para que este trabalhe mais e tome melhores decisões de investimento de forma a reduzir a probabilidade de falência (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986; Stulz, 1990; Harris e Raviv, 1991).

Contudo, saliente-se que como aumento do nível de endividamento das empresas, aparecem os custos de agência dos capitais alheios (Jensen, 1986; Harris e Raviv, 1991). Assim, segundo Harris e Raviv (1991) a estrutura de capitais de uma empresa é determinada pelo equilíbrio entre os benefícios e os custos do endividamento.

3.2.4.2 Teoria dos Custos de Agência da Dívida

Os custos de agência dos capitais alheios, ou da dívida, dizem respeito aos custos decorrentes do conflito de interesses entre acionistas e os credores, devido ao aumento do nível de endividamento da empresa e à forma como a riqueza é distribuída, que podem levar à diminuição do valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976; Gomes R., 2012).

De acordo com Grinblatt e Titman (2002), existem três tipos de decisões tomadas pelos acionistas que aumentam esses custos: as decisões de subinvestimento, as de

substituição de ativos e as de miopia.

As decisões de subinvestimento referem-se à decisão dos acionistas de não investirem em projetos com valor atual líquido positivo mas baixo quando o nível de endividamento é elevado, pois isso faria com que os lucros desse investimento fossem captados sobretudo pelos credores (Myers, 1977; Harris e Raviv, 1991; Grinblatt e Titman, 2002).

As decisões de substituição de ativos referem-se às decisões dos acionistas de assumirem projetos arriscados, com taxas de retorno potencialmente muito elevadas, mesmo que apresentem um valor atual líquido negativo, pois são os credores que irão suportar os custos em caso de insucesso, ficando a maior rentabilidade para os acionistas em caso de sucesso (Jensen e Meckling, 1976; Harris e Raviv, 1991; Grinblatt e Titman, 2002). De facto, a maioria dos contratos de endividamento que as empresas assinam estabelecem que a maior parte dos lucros dos investimentos sejam capturados pelos acionistas; porém se os investimentos falham são os credores que sofrem as consequências negativas. Consequentemente, o aumento do nível de capital alheio pode conduzir os acionistas a fazerem investimentos de maior risco, mas com taxas de retorno esperadas superiores, que levam a um aumento do valor do capital próprio em detrimento do capital alheio, de forma a transferirem para si riqueza dos credores, o que prejudicará os credores e o valor da empresa (Jensen e Meckling, 1976; Harris e Raviv, 1991; Gomes R., 2012). Por sua vez, os credores irão tomar diversas medidas para se defenderem. Por exemplo, poderão exigir taxas de juro mais elevadas e impor novas cláusulas nos contratos de restrições ao investimento, de desinvestimento em ativos e de limitação da distribuição de dividendos (Jensen e Meckling, 1976; Diamond, 1989).

As decisões de miopia referem-se à decisão dos acionistas preferirem investimentos rentáveis a curto prazo, em detrimento dos de médio e longo prazo. Assim, perante esta situação, os credores deverão acompanhar e controlar as decisões dos acionistas, adotando medidas que salvaguardem os seus interesses, tais como: não conceder novos empréstimos à empresa, aumentar os custos dos empréstimos de modo a compensarem o aumento do risco e incluir cláusulas nos contratos que lhes permitam acompanhar e controlar o risco da empresa, de forma a evitar que esta se valorize à custa do maior risco dos capitais alheios.

Todavia, os custos de agência podem ser reduzidos pelo recurso à dívida quando a empresa possui ativos que possam ser utilizados como garantia, preferencialmente ativos

tangíveis que são mais valiosos, pois registam níveis de liquidação superiores aos ativos intangíveis, uma vez que quanto maior forem as garantias oferecidas, menor será a probabilidade de incumprimento face ao endividamento (Scott, 1976; Jensen, 1986).

Diamond (1989) e Hirshleifer e Thakor (1992) acrescentam o fator reputação da empresa, defendendo que este está positivamente associado ao nível de endividamento, visto que funciona como um incentivo ao investimento em projetos seguros que assegurem o pagamento da dívida, o que por sua vez, conduz a melhores condições de acesso a capitais alheios e a taxas de juros mais baixas. Assim, segundo os autores, as empresas mais antigas privilegiam projetos seguros de forma a não perderem a sua reputação, enquanto que as mais jovens preferem os projetos mais arriscados, pois não têm uma reputação a perder. A reputação da empresa é, neste sentido, um bem valioso que deve ser protegido: *“In this formulation, reputation is importante because it becomes a valuable asset worth protecting”* (Diamond, 1989, p. 831).

Em suma, para se obter uma estrutura de capitais ótima deve-se reduzir os custos de agência de forma a alcançar um rácio de endividamento ótimo em que os custos marginais da dívida sejam iguais aos seus benefícios, o que por sua vez maximizará o valor da empresa (Harris e Raviv, 1991).

Todavia, como as teorias baseadas nas relações de agência não conseguiram explicar o motivo das empresas bem-sucedidas preferirem terem níveis de endividamento baixos a aproveitarem os benefícios fiscais decorrentes da dívida, surgem os modelos baseados na assimetria de informação.

3.2.5 Teoria da Assimetria de Informação

A Teoria da Assimetria da Informação, que terá sido avançada primeiramente por Akertlof (1970), faz a associação entre a informação e as decisões de financiamento, considerando, como o nome indica, que no mundo real (ao contrário do pressuposto de Modigliani e Miller (1958)) os diferentes intervenientes da empresa não dispõem da mesma informação, pois as empresas tendem a não divulgar informações sobre as suas estratégias e decisões de financiamento e investimento (Leland e Pyle, 1977; Ross, 1977; Myers e Majluf, 1984).

Segundo Harris e Raviv (1991) existe assimetria de informação quando os gestores das empresas têm em seu poder informações que os investidores não possuem, tais como retornos previstos, riscos envolvidos, oportunidades de investimento e decisões operacionais, entre outras. Assim, as decisões financeiras dos gestores são influenciadas pelas informações privilegiadas que possuem sobre os investimentos da empresa. Todavia, para que os bons projetos consigam financiadores é necessário que ocorra algum tipo de transferência de informação.

A Teoria da Assimetria de Informação deu origem a duas correntes: a Teoria da Pecking Order e a Teoria da Sinalização.

3.2.5.1 Teoria da Pecking Order

A Teoria da Pecking Order, ou da Hierarquização das Fontes de Financiamento, desenvolvida por Myers(1984) e Myers e Majluf(1984), considerando a existência de assimetrias de informação entre gestores e investidores, defende que as empresas não têm uma estrutura de capitais definida e que preferem o financiamento interno ao externo. Neste sentido, as decisões de financiamento são tomadas ao longo do tempo seguindo as seguintes prioridades: primeiro por autofinanciamento, depois financiamento por dívida e por último, financiamento pela via de aumentos de capital através da emissão de ações (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Harris e Raviv, 1991; Frank e Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

Em primeiro lugar, surge o recurso ao autofinanciamento, pois constitui a fonte que não implica qualquer divulgação de informação, uma vez que os gestores utilizam parte dos dividendos retidos para financiarem os novos investimentos, o que culminará num aumento do capital próprio da empresa e consequentemente numa diminuição do recurso à dívida. Myers (1984) defende que esta teoria ajuda a compreender o facto das empresas mais rentáveis e capazes de gerar fundos internamente recorrerem menos ao capital alheio, associando assim o aumento da rentabilidade e das oportunidades de crescimento à diminuição do endividamento.

Em segundo lugar, e apenas quando os fundos internos não são suficientes, optam por fontes de financiamento externas por dívida, começando pelas que acarretam menores

riscos associados à divulgação de informação, isto é, pela emissão de dívida de curto prazo e só depois de dívida de médio/longo prazo, o que, pelo efeito de sinalização, provocará uma reação positiva do mercado, levando ao aumento do preço das suas ações. Quando a empresa anuncia a emissão de novos títulos de dívida ela dá a entender ao mercado que está em fase de crescimento, aumentando a sua capacidade de financiamento, o que é positivo para o valor da empresa (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

Por fim, recorrem ao financiamento externo pela via de aumentos de capital através da emissão de ações, porque é o que possui mais custos associados à divulgação de informação. Uma vez que o mercado poderá entender de forma negativa, isso conduzirá a empresa a uma nova avaliação do mercado, e consequentemente, a uma subavaliação das suas ações (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984).

Consequentemente, Harris e Raviv (1991) apontam várias implicações da Teoria de Pecking Order. Em primeiro lugar, referem que o anúncio de emissão ações poderá conduzir a uma desvalorização do valor de mercado das ações das empresas, enquanto o recurso a financiamento interno ou por dívida sem risco não parece alterar o preço das ações (Myers e Majluf, 1984). Em segundo, os novos projetos serão financiados com recurso a fontes internas ou provenientes do lançamento de dívida de baixo risco. Em terceiro lugar, o problema de subinvestimento é menor quando se verifica a divulgação de informação, tais como relatórios anuais e anúncios dos ganhos da empresa. Por fim, as empresas com menos ativos tangíveis, como estão mais sujeitas a assimetrias de informação, serão mais afetadas pelos problemas de subinvestimento, pelo que recorrerão mais ao endividamento (Harris e Raviv, 1991).

Esta hierarquia foi criada porque a assimetria de informação existente entre os gestores e os investidores cria muitos condicionantes ao financiamento externo das empresas, podendo levar os investidores a subavaliar o valor da empresa (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984).

Todavia, têm surgido algumas dúvidas sobre a aplicação desta teoria. Segundo Brennan e Kraus (1987), as empresas não têm necessariamente uma preferência por emitir dívida em detrimento da emissão de ações e o problema de subinvestimento pode ser resolvido através da sinalização, uma vez que apesar da emissão de novas ações ser por si um sinal negativo, o uso dos ganhos obtidos na recompra de dívida é um sinal positivo.

Também Frank e Goyal (2009) defendem que, na sua forma atual, a Teoria da Hierarquização das Fontes de Financiamento não é muito útil na explicação da forma como as empresas se financiam: *“In its current form, the pecking order theory is not helpful in organizing many of the features we see in the way firms finance themselves.”* (Frank & Goyal, 2009, p. 5).

3.2.5.2 Teoria da Sinalização

A Teoria da Sinalização, introduzida por Michael Spence (1973), e mais tarde desenvolvida por Ross (1977) e Leland e Pyle (1977), baseia-se na ideia de que, na presença de assimetrias de informação, os investidores interpretam as decisões dos gestores como sinais, isto é, que as alterações efetuadas na estrutura de capitais de uma empresa pelos gestores transmitem um determinado tipo de informação para o mercado (Ross, 1977; Harris e Raviv, 1991; Serrasqueiro e Caetano, 2014).

Leland e Pyle (1977) indicam que é de esperar que os gestores não sejam diretos e até exagerem sobre as características positivas do seu negócio ou dos seus projetos, pois daí poderão advir bastantes recompensas. Os autores acrescentam que, como as ações valem mais do que palavras, o desejo do acionista querer investir no seu próprio projeto ou empresa através da emissão de dívida - o que acarretará alguns custos - poderá servir de sinal da verdadeira qualidade do projeto para os financiadores. Consequentemente, o valor dos títulos emitidos pelas empresas depende da forma como o mercado interpreta as suas decisões financeiras, que fornecem indícios sobre os rendimentos e evolução futuros da empresa.

No seguimento do exposto, refira-se ainda que a forma mais frequente dos gestores sinalizarem aos investidores a informação privilegiada que possuem relativamente ao valor da empresa é através da sinalização pelo nível de endividamento e pela política de dividendos.

3.2.5.2.1 Sinalização pelo Nível de Endividamento

A Teoria da Sinalização pelo Nível de Endividamento baseia-se na ideia de que as empresas aumentam o seu nível de capital alheio através da emissão de dívida, para mostrarem ao mercado a confiança que têm nos resultados dos seus investimentos (Ross, 1977). Por sua vez, os investidores interpretarão o aumento da dívida como um sinal positivo da qualidade dos negócios, de um bom desempenho financeiro que lhes permitirá gerar fluxos suficientes para pagar os juros e amortizar a dívida a longo prazo, e do futuro otimista da empresa (Ross, 1977; Harris e Raviv, 1991).

Assim, é expectável uma relação positiva entre o nível de endividamento, o valor de mercado da empresa e o risco de falência, que será mais visível nas empresas de maior dimensão que normalmente não só são percecionadas como empresas com atividades mais diversificadas e de menor risco, como empresas que disponibilizam maior informação, diminuindo assim as assimetrias de informação entre os diversos agentes económicos, pelo que têm maior facilidade de acesso ao financiamento externo e conseguem financiar-se a custos relativamente inferiores (Ross, 1977; Harris e Raviv, 1991).

Por outro lado, as empresas com maiores dificuldades financeiras e com um menor valor de mercado irão ter um nível de endividamento mais baixo, devido não só ao menor acesso aos capitais alheios, mas também aos elevados custos (Ross, 1977; Harris e Raviv, 1991; Gomes R., 2012).

3.2.5.2.2 Sinalização pela Política de Dividendos

A Teoria da Sinalização pela Política de Dividendos baseia-se na ideia de que, num contexto de assimetria de informação, as alterações não esperadas na política de distribuição de lucros pelos acionistas das empresas, funcionam como um meio valioso de sinalização para o mercado da situação económico-financeira das empresas, uma vez que refletem as expectativas dos gestores quanto ao desempenho futuro da empresa, permitindo aos investidores identificarem oportunidades de negócios futuros (Miller e Modigliani, 1961; John e Williams, 1985; González, 1998; Yilmaz e Selcuk, 2010).

John e Williams (1985) argumentam que os investidores interpretam a distribuição

de dividendos, penalizados fiscalmente, como um sinal positivo da capacidade da empresa para gerar *cash flows* futuros. Segundo os autores, os gestores têm interesse em aumentar os dividendos até ao nível em que o ganho marginal obtido pela melhor avaliação das ações da empresa pelo mercado, seja igual ao custo marginal resultante da distribuição de dividendos. Neste sentido, em equilíbrio, as empresas com perspectivas futuras mais favoráveis distribuem dividendos superiores ao que é permitido às empresas com perspectivas futuras menos favoráveis, visto que correrem o risco de não pagarem os respetivos dividendos na data prevista por falta de fundos se traduzirá numa forte queda do preço de mercado das suas ações.

Assim, é espectável uma relação positiva entre a política da distribuição de dividendos e a reação do mercado (Ross, 1977). González (1998) e Yilmaz e Selcuk (2010), ao investigarem a reação do mercado a mudanças da política de dividendos, confirmam esta ideia ao verificarem que um aumento da distribuição de dividendos conduz a uma reação positiva e uma diminuição conduz a uma reação negativa no preço das ações.

Em suma, as empresas devem proceder cautelosamente quando anunciam mudanças na política de dividendos, pois isto pode ter um impacto nos preços das ações e do valor da empresa.

3.2.6 Teoria do Market Timing

A Teoria do Market Timing, introduzida por Baker e Wurgler (2002), é outro modelo a considerar na escolha da estrutura de capitais das empresas. De facto, a estrutura de capitais de uma empresa resulta do cumulativo de uma série de decisões de financiamento de forma a financiar um projeto, consumir uma fusão ou alcançar outra finalidade (Baker, Ruback, e Wurgler, 2004).

Este modelo, considerando a existência de um mercado imperfeito e ineficiente, foca-se na exploração das tendências de mercado de capitais relativamente ao valor dos títulos, de forma às empresas encontrarem o melhor momento para a emissão de ações, que lhes permita angariar fundos a um custo inferior, mesmo que não precisem deles nesse momento (Baker e Wurgler, 2002; Elliott, Koeter-Kant, e Warr, 2008; Frank e Goyal, 2009).

Com efeito, as empresas tendem a emitir novas ações em detrimento da emissão de

dívida quando estão sobreavaliadas, ou seja, quando o seu valor de mercado é superior ao seu valor intrínseco; e a emitir dívida em detrimento da emissão de novas ações ou a recomprar as ações, quando estão subavaliadas, isto é quando o seu valor de mercado é inferior ao seu valor intrínseco, o que sugere uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e endividamento (Baker e Wurgler, 2002; Elliott, Koeter-Kant, e Warr, 2008; Frank e Goyal, 2009).

Baker e Wurgler (2002) para estudarem como o tempo de mercado afeta a estrutura de capitais das empresas usam o rácio *book-to-market* como um *proxy* para a avaliação da empresa e reconhecem que a alavancagem está positivamente relacionada com os rácios *book-to-market* anteriores.

Huang e Ritter (2005), sugerem que as empresas tendem a emitir ações quando são esperados menores riscos e quando os retornos no final do primeiro dia de negociação são mais elevados.

Já Elliott, Koeter-Kant, & Warr (2008) decompueram o *book-to-market* de forma a separar os efeitos temporais do mercado causados por preços irracionais, das consequências das opções de crescimento e da seleção adversa devido à informação assimétrica. Os autores defendem que uma avaliação incorreta dos preços das ações de mercado tem um papel significativo nas decisões de escolha entre dívida e *equity*, e que descobrir o momento certo para a emissão de ações no mercado reduz os custos da empresa e beneficia os atuais acionistas em detrimento dos novos.

Em suma, de acordo com esta teoria a estrutura de capitais de uma empresa é influenciada pelas condições do mercado de ações e de dívida (Frank e Goyal, 2009).

3.2.7 Teoria do Mercado de Produtos e Fatores

A Teoria do Mercado de Produtos e Fatores é um modelo explicativo da estrutura de capitais relativamente mais recente, que se baseia nas interações de mercado de produtos, ou seja, na relação entre a estrutura de capital e a estratégia do mercado de produtos ou as características dos produtos (Harris e Raviv, 1991). Neste sentido, este modelo estuda não só o processo de transformação de fatores adquiridos pela empresa em produtos finais para a venda no mercado, mas também as relações entre as variações dos

fatores de produção e suas consequências no produto final, de forma a determinar as curvas de custo, que são posteriormente utilizadas pelas empresas para determinar o volume ótimo de oferta.

Titman (1984), ao estudar a relação existente entre o endividamento e a estratégia empresarial, verificou que as empresas de produtos únicos e de difícil produção apresentam menores níveis de endividamento, pois devido à notoriedade dos produtos, o número de interessados na atividade da empresa era maior, o que conduziria a uma posição de maior poder nos negócios e a uma maior capacidade de autofinanciamento. O autor refere ainda que quando um produtor sai de mercado e deixa de produzir um determinado produto, o custo imposto aos clientes é maior para os produtos únicos e/ou duráveis, do que para os não duráveis ou produzidos por vários produtores.

Harris e Raviv (1991), ao analisarem a relação existente entre a estrutura de capitais e a estratégia de mercado adotada pelas empresas e as características dos produtos e recursos necessários à atividade, defendem que o objetivo das empresas é maximizar não os lucros, mas aumentar o seu valor de mercado e que as empresas oligopolistas têm um nível de endividamento superior aos das empresas monopolistas ou em indústrias competitivas, devido à necessidade dos clientes de um determinado produto ou serviço e ao poder de negociação dos trabalhadores ou de outros fornecedores.

3.2.8 Teoria Baseada nos Comportamentos dos Gestores

Recentemente a escolha da estrutura de capitais de uma empresa tem sido associada aos comportamentos dos gestores, nomeadamente ao seu otimismo e excesso de confiança na qualidade da empresa e nas oportunidades de investimento (Heaton, 2002; Baker, Ruback e Wurgler, 2004).

Segundo Baker, Ruback e Wurgler (2004) é possível distinguir duas abordagens: uma que considera que os investidores são racionais, pelo que as suas decisões de investimento e financiamento são respostas racionais às alterações do mercado; e outra que considera que os gestores não são sempre totalmente racionais, pelo que as suas decisões empresariais também são influenciadas pelas suas preferências, preconceitos e juízos de valor, especialmente pelo seu otimismo e excesso de confiança.

Neste sentido, os gestores otimistas tendem a sobrevalorizar os seus projetos e, consequentemente, a sobreinvestir ou a não considerarem alguns projetos positivos que precisariam de ser financiados externamente se acreditarem que isso desvalorizaria a sua empresa. De facto, os gestores otimistas preferem reter dinheiro e depender de fundos internos a considerar os mercados de capitais, pelo que emitem ações apenas no limite, o que está de acordo com a Teoria da Pecking Order (Heaton, 2002; Baker, Ruback e Wurgler, 2004).

No entanto, embora as abordagens comportamentais sejam agora mais comuns e realistas na avaliação do preço dos ativos, ajudando a explicar uma série de padrões de investimento e financiamento, são poucos os estudos em finanças empresariais que não se baseiam no pressuposto de que os gestores são plenamente racionais (Heaton, 2002).

3.2.9 Teoria do Ciclo de Vida da Empresa

A Teoria do Ciclo de Vida da empresa é outro modelo importante a considerar aquando da escolha da estrutura de capitais das empresas. De acordo com a literatura, esta baseia-se em considerações não financeiras, tais como a curva de desenvolvimento natural das empresas que passam por várias fases (Agrrawal e Gup, 1996). A literatura não é unânime quanto ao número de fases que constituem o ciclo de vida de uma empresa, mas o mais referenciado é o de quatro fases distintas: nascimento, expansão, maturidade e declínio.

Assim, o nível de endividamento da empresa é influenciado pela fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra, sendo que as empresas numa fase de expansão possuem um nível de endividamento superior ao das que se encontram na fase de nascimento; as da maturidade possuem um nível de endividamento superior ao das que se encontram nas outras fases e as que se encontram na fase de declínio possuem um nível de endividamento inferior às de maturidade.

Em suma, à medida que os anos de vida de uma empresa aumentam, o seu nível de endividamento também tem tendência a aumentar, excepto na fase de declínio.

Harris e Raviv (1991) verificaram, de acordo com a Teoria do Trade-Off, uma relação positiva entre a idade e o nível de endividamento das empresas, o que significa que

quanto mais anos uma empresa tiver, maior é a sua reputação, pelo que são esperados menos problemas de agência, o que permite um acesso mais fácil ao endividamento.

No entanto, Serrasqueiro e Caetano (2014), de acordo com a Teoria da Pecking Order, apontam para uma relação negativa entre estas duas variáveis. Assim, quantos mais anos uma empresa tiver, maior é a sua capacidade de reter lucros e, consequentemente, menor é a sua necessidade de recorrer ao endividamento.

3.3 Determinantes da Estrutura de Capitais

De forma a explicar as diferenças nos índices de endividamento das empresas, surgiram diferentes teorias que sugerem que as empresas escolhem a sua estrutura de capitais com base em atributos que determinam os custos e benefícios do endividamento e do financiamento de capitais (Titman e Wessels, 1988).

De acordo com a literatura, os fatores determinantes da estrutura de capitais das empresas são vários e estão, direta ou indiretamente, relacionados com as suas características operacionais (Modigliani e Miller, 1958; 1963; Harris e Raviv, 1991; Jorge e Armada, 2001). Assim, é fundamental compreender os determinantes da estrutura de capitais para que as empresas possam adotar as medidas corretas para aumentarem a disponibilidade de capitais e, consequentemente, estimularem o crescimento e desenvolvimento (Serrasqueiro e Caetano, 2014).

Refira-se, por exemplo - o tipo de indústria, a dimensão, oportunidades de crescimento, o risco de negócio, a rentabilidade, a tangibilidade dos ativos e as vantagens fiscais não resultantes do endividamento (Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Jorge e Armada, 2001; Frank e Goyal, 2009; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

Em Portugal, Jorge e Armada (2001) estudaram os fatores determinantes do nível de endividamento das maiores empresas portuguesas entre 1990 e 1995 e verificaram não só que o endividamento das empresas portuguesas é semelhante à da maior parte dos países europeus, mas também que o endividamento de curto prazo é superior ao de médio/longo prazo, o que poderá reflectir a falta de dinamismo dos mercados de capitais portugueses e europeus e a confiança que as empresas têm nas instituições bancárias. Concluíram também que independentemente das medidas de endividamento utilizadas, elas

são afetadas pelos mesmos determinantes.

De seguida, apresentam-se e discutem-se os principais determinantes da estrutura de capitais encontrados na parte empírica da literatura.

3.3.1 Tangibilidade dos Ativos

A composição dos ativos das empresas determina a escolha da sua estrutura de capitais, na medida em que estes podem ser usados como garantia de cumprimento da dívida. De facto, as empresas com mais ativos que possam ser usados como garantia são também as que preferem ou podem endividar-se mais, particularmente a médio/longo prazo, uma vez que o custo associado a este é mais reduzido. Já as que possuem menos ativos são as que têm mais dificuldade de acesso ao crédito, pois as contrapartidas exigidas são maiores (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2000; Couto e Ferreira, 2010; Vieira, 2013; Serrasqueiro e Caetano, 2014).

De acordo com Tiwari e Krishnankutty (2014), os ativos tangíveis estão menos sujeitos às assimetrias de informação e são mais valiosos que os ativos intangíveis, pois mantêm mais o seu valor como colateral em caso de falência.

De acordo com a Teoria da Pecking Order, há autores que apontam para previsões opostas, remetendo quer para uma relação positiva quer negativa entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento, consoante o indicador utilizado. Ou seja, é expectável uma relação positiva, ao utilizarmos o indicador ativo tangível líquido/ativo total líquido, mas uma relação negativa quando usamos o ativo intangível líquido/ativo total líquido (Titman e Wessels, 1988; Rajan e Zingales, 1995; Frank e Goyal, 2009; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

Contudo, Jorge e Armada (2001), apesar de confirmar a relação negativa para os intangíveis, não permite confirmar de forma convincente a relação positiva para os tangíveis, pelo que não é possível assegurar que as empresas com mais ativos tangíveis no seu ativo total líquido sejam, de facto, as mais endividadas, sobretudo a médio/longo prazo.

Por sua vez, Serrasqueiro e Caetano (2014) indicam, que o fator tangibilidade dos

ativos não parece ser um determinante do nível de endividamento das empresas analisadas, o que poderá indiciar que as empresas recorrem sobretudo a dívida de curto prazo, para a qual os credores não exigem ativos como garantia.

3.3.2 Benefícios Fiscais Não Decorrentes de Dívida

Os benefícios fiscais não decorrentes de dívida são um outro fator a considerar na escolha da estrutura de capitais de uma empresa, uma vez que, tal como os juros suportados, podem ser dedutíveis fiscalmente levando, a menos impostos sobre os rendimentos (Durand, 1952; Titman e Wessels, 1988; Couto e Ferreira, 2010; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

De facto, de acordo com a Teoria do Trade-Off as empresas tendem a recorrer a financiamento por capitais alheios quando as taxas de imposto são altas de modo a aproveitar os benefícios fiscais, pelo que é de esperar uma relação positiva entre impostos e dívida (Miller, 1977; Titman e Wessels, 1988; Frank e Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014).

No entanto, Modigliani e Miller (1963) e Myers (1977) relembram que apesar da existência de vantagens fiscais para o financiamento da dívida, as empresas não devem, em todos os momentos, procurar utilizar o montante máximo possível de dívida nas suas estruturas de capital, pois há outras formas de financiamento mais económicas como a retenção de rendimentos, e também porque perderiam a sua flexibilidade.

DeAngelo e Masulis (1980), Frank e Goyal (2009) e Tiwari e Krishnankutty (2014), que desenvolveram um modelo de estrutura ótima de capitais que incorporava o impacto dos impostos sobre os rendimentos das empresas e as vantagens fiscais não resultantes do endividamento, defendem uma relação negativa entre os benefícios fiscais não decorrentes do uso da dívida e o endividamento. Os autores indicam que as empresas com maiores benefícios fiscais não decorrentes de dívida tendem a emitir menos dívida, uma vez que os benefícios fiscais do financiamento com capital alheio podem ser substituídos pelas vantagens fiscais provenientes das amortizações e dos créditos de imposto não resultantes do endividamento (Titman e Wessels, 1988; Jorge e Armada, 2001; Serrasqueiro e Caetano, 2014).

Titman e Wessels (1988) relacionaram este tipo de vantagens fiscais com a composição dos ativos da empresa, argumentando que o sinal da relação depende dos indicadores usados para medir tais vantagens. A título de exemplo, os autores verificaram uma relação positiva entre as vantagens fiscais não resultantes do endividamento e o indicador rácio amortizações dos ativos tangíveis e intangíveis/resultado antes de amortizações, juros e impostos; mas negativa com o indicador despesas de investigação e desenvolvimento/vendas líquidas.

Contrariamente, Augusto (1996) e Jorge e Armada (2001) referem que este atributo parece não ser determinante do endividamento das empresas, em cada ano, independentemente da forma como este é medido.

3.3.3 Oportunidades de Crescimento

As oportunidades de crescimento das empresas são um determinante da sua estrutura de capitais, tendo a ver com a forma como as empresas financiam os seus projetos de investimento, se através de capitais próprios ou capitais alheios. Perante a escassez de capital próprio, muitas empresas financiam a expansão com dinheiro retido de operações ou por endividamento o que significa que as empresas consideram a venda de ações menos atrativa, ou talvez mais cara, do que outros métodos de financiamento (Durand, 1952).

No entanto, os estudos realizados não têm sido unânimes quanto ao tipo de relação que existe entre crescimento e endividamento. Por um lado, alguns autores como Myers e Majluf (1984), Titman e Wessels (1988) e Rajan e Zingales (1995) verificaram uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e nível de endividamento das empresas, de acordo com a Teoria do Trade-Off, uma vez que as oportunidades de crescimento, apesar de não poderem ser colateralizadas, conferem valor às empresas. Também Myers (1984) e Stulz (1990) defendem uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e endividamento, pois como as empresas com mais oportunidades de crescimento apresentam níveis elevados de falência e maiores custos de agência, tendem a recorrer menos à dívida para evitarem o risco de falência.

Por outro lado, autores como Ross (1977), Jorge e Armada (2001), e Tiwari e

Krishnankutty (2014) identificaram uma relação positiva, o que significa que as empresas que apresentam maior taxa de crescimento dos seus ativos, são também aquelas que tendem a estar mais endividadas.

De facto, mais recentemente alguns autores associaram a relação entre crescimento e endividamento das empresas, com a Teoria da Pecking Order, que estabelece uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o nível de endividamento. De acordo com esta teoria, maior crescimento significa maiores necessidades de financiamento, logo maior endividamento, pois quando as empresas não têm fundos internos, preferem financiar as oportunidades de crescimento recorrendo a dívida de baixo risco e não ao património, que apenas é considerado como um último recurso (Harris e Raviv, 1991; Jorge e Armada, 2001; Frank e Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014).

Já Couto e Ferreira (2010) obtiveram valores estatisticamente não significativos, pelo que concluíram que o nível de endividamento das empresas não é explicado pelos indicadores de crescimento.

3.3.4 Indústria

O tipo de indústria é outro fator que a literatura aponta como determinante da estrutura de capitais de uma empresa, não só porque empresas do mesmo setor apresentam estruturas de capitais semelhantes (Harris e Raviv, 1991), mas também porque é representativo do risco de negócio (Jorge e Armada, 2001).

Titman e Wessels (1988) concluem que a atividade operacional de uma empresa influencia o seu custo de capital, sendo que empresas de bens de equipamento apresentam menos dívida. Os autores acrescentam ainda o carácter único e especializado dos produtos, sugerindo que as empresas com produtos únicos e especializados, e consequentemente com maiores gastos em investigação, desenvolvimento e vendas e com uma reduzida taxa de desistência, têm baixos níveis de endividamento (Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Frank e Goyal, 2009). Este determinante é medido pelos indicadores: despesas de pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, despesas de marketing de vendas, e as taxas de desistências, ou seja, a percentagem de funcionários que deixaram os seus empregos voluntariamente (Titman e Wessels, 1988).

De facto, é de esperar uma relação positiva entre os produtos únicos e especializados com as despesas de pesquisa e desenvolvimento e as despesas de marketing em vendas, pois estas empresas normalmente investem mais em projetos de pesquisa e desenvolvimento de forma a desenvolverem novos produtos e gastam mais em publicidade para os promoverem. Contudo, espera-se uma relação negativa com o fator taxa de desistência, já que as empresas que desenvolvem mais produtos únicos e especializados são também aquelas que contratam mais mão-de-obra especializada, que não desiste do seu emprego (Titman & Wessels, 1988).

Contrariamente, Jordan, Lowe e Taylor (1998) e Jorge e Armada (2001) defendem que o setor de atividade das empresas não parece ser um determinante do endividamento das mesmas, pois cada empresa tem o seu nível de endividamento e este não é influenciado pelo setor onde esta se insere.

3.3.5 Volatilidade

O risco de negócio (volatilidade) é também referido na literatura como um dos determinantes da estrutura de capitais. De facto, de acordo com a Teoria do Trade-Off são vários os estudos que apontam para a existência de uma relação negativa entre o risco e o endividamento, pois maior risco implica menor capacidade para fazer face aos compromissos assumidos, nomeadamente aos custos do endividamento, e por isso maior probabilidade de falência das empresas (Titman e Wessels, 1988; Jorge e Armada, 2001; Frank e Goyal, 2009; Couto e Ferreira, 2010; Serrasqueiro e Caetano, 2014).

No entanto, contrariando a teoria que defende uma relação inversa entre o risco e o endividamento, Jorge e Armada (2001) revelou-se inconclusivo e Couto e Ferreira (2010) revelou a existência de uma relação positiva entre o nível de endividamento e o risco de negócio, sugerindo que as empresas com maior risco são também as mais endividadas. Já Gomes (2013) e Tiwari e Krishnankutty (2014) obtiveram um resultado estatisticamente não significativo.

3.3.6 Rentabilidade

A rentabilidade, grandeza que mede o desempenho de um investimento, é também um fator a considerar na escolha da estrutura de capitais de uma empresa (Tiwari e Krishnankutty, 2014). Na verdade, embora a maioria dos autores defenda, de acordo com a Teoria da Pecking Order, a existência de uma relação negativa entre a rentabilidade e o nível de endividamento de uma empresa, (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2001; Baker e Wurgler, 2002; Couto e Ferreira, 2010; Serrasqueiro e Caetano, 2014); outros admitem, de acordo com a Teoria do Trade-Off, uma relação positiva particularmente num contexto de problemas de agência e de benefícios fiscais, argumentando que as empresas mais rentáveis aproveitam esta condição para aumentarem a dívida e assim aumentarem os benefícios dos impostos (Ross, 1977; DeAngelo e Masulis, 1980; Jensen, 1986; Frank e Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

Jorge e Armada (2001) referem que estas diferenças podem estar associadas ao indicador utilizado para associar rentabilidade e endividamento, pois os autores verificaram a existência de uma relação negativa quando este é medido pelo indicador resultado antes de juros e impostos/ativo total líquido (EBIT/ATL), confirmando assim a Teoria da Pecking Order; mas positiva quando é utilizado a rácio resultado operacional/ativo total líquido (RO/ATL). Isto permite-nos concluir que as empresas preferem as fontes de financiamento internas a curto prazo e as externas apenas no médio/longo prazo e que o resultado extraordinário (numa lógica POC/SNC) poderá exercer alguma influência sobre o endividamento das empresas (Jorge e Armada, 2001).

Rajan e Zingales (1995), num estudo dos fatores determinantes da estrutura de capitais usando dados das empresas dos países do G7 (Japão, Alemanha, França, Itália, EUA, Reino Unido e Canadá) para os anos de 1987 a 1991, concluem que as empresas financiadas pela banca (Japão, Alemanha, França e Itália) apresentam um endividamento superior às empresas que se financiam no mercado de capitais (EUA, Reino Unido e Canadá).

3.3.7 Características Particulares de cada empresa e de cada ano

Um outro fator a considerar na determinação da estrutura de capitais de uma empresa, definida pelo seu nível de endividamento global, é as características particulares de cada empresa e de cada ano em análise (Jorge e Armada, 2001). Quanto às características particulares de cada empresa (aspectos individuais) refira-se, por exemplo, a própria estrutura organizacional, a facilidade de acesso ao mercado de capitais e o poder negocial com clientes, fornecedores e financiadores (Jorge e Armada, 2001).

3.3.8 Outros Fatores

De acordo com a literatura, na decisão da estrutura de capitais de uma empresa, há ainda a considerar outros fatores, de cariz mais qualitativo, determinantes do nível de endividamento das empresas, em cada ano, tais como o comportamento específico dos gestores, o grau de desenvolvimento tecnológico da empresa, as condições de acesso e desenvolvimento do mercado de capitais, a utilização de incentivos à exploração (particularmente subsídios) quer nacionais, quer comunitários (Jorge e Armada, 2001; Couto e Ferreira, 2010).

4 Objetivos, Hipóteses, Modelo e Metodologia de Investigação

Este capítulo é dedicado à definição dos objetivos do estudo, das hipóteses de investigação, do modelo, assim como do método de investigação.

4.1 Objetivos

Este estudo tem por objetivo analisar a evolução dos determinantes da estrutura de capitais das empresas portuguesas da indústria do calçado (grupo 15201) no período de 2011 a 2017, considerando as relações entre o nível de endividamento (total, de médio e longo prazo e de curto prazo) e os fatores mais frequentemente apontados pela literatura como determinantes da estrutura de capitais.

Paralelamente, pretende-se compreender como o nível de endividamento evoluiu com o reforço da estratégia exportadora e de Marca Própria das empresas do setor ao longo deste período.

4.2 Hipóteses

Considerando o enquadramento teórico e empírico mencionado no ponto 3., as hipóteses são formuladas tendo em conta os principais fatores determinantes da estrutura de capitais, a saber: a tangibilidade dos ativos, os benefícios fiscais não de correntes de dívida, oportunidades de crescimento, unicidade, risco do negócio, rentabilidade e exportações (Titman e Wessels, 1988; Bennett e Donnelly, 1993; Rajan e Zingales, 1995; Baker e Wurgler, 2002; Couto e Ferreira, 2010).

Este estudo tem como base principal Titman e Wessels (1988). Todavia, ao contrário de Titman e Wessels (1988), neste estudo não foram considerados os seguintes determinantes da estrutura de capitais: a classificação da indústria, dado que a amostra selecionada apenas considera empresas da indústria do calçado (grupo 15201) e a dimensão das empresas, uma vez que, segundo dados do Banco de Portugal (2012), a indústria é composta maioritariamente por PME e ME, sendo que no caso das PME, cerca de 52%

das empresas representam mais de 82% do volume de negócios e do emprego da indústria.

Para cada um dos anos em estudo (2011 a 2017) as hipóteses a testar são:

→ [H1]: Existe uma relação positiva entre tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento das empresas (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986; Rajan e Zingales, 1995; Baker e Wurgler, 2002; Frank & Goyal, 2009; Jorge e Armanda, 2001; Couto e Ferreira, 2010; Serrasqueiro e Caetano, 2014);

→ [H2]: Existe uma relação negativa entre benefícios fiscais não decorrentes da dívida e o nível de endividamento das empresas (Miller, 1977; Titman & Wessels, 1988; Frank & Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014);

→ [H3]: Existe uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e o nível de endividamento das empresas (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Stulz, 1990; Rajan e Zingales, 1995);

→ [H4]: Existe uma relação negativa entre unicidade e o nível de endividamento das empresas (Titman e Wessels, 1988);

→ [H5]: Existe uma relação negativa entre risco do negócio e o nível de endividamento das empresas (Titman e Wessels, 1988; Jorge e Armanda, 2001; Frank & Goyal, 2009; Couto e Ferreira, 2010; Serrasqueiro e Caetano, 2014);

→ [H6]: Existe uma relação negativa entre rentabilidade e o nível de endividamento das empresas (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armanda, 2001; Baker e Wurgler, 2002; Couto e Ferreira, 2010);

→ [H7]: Existe uma relação positiva entre exportações e o nível de endividamento das empresas;

Tendo em conta a estratégia de abordagem dos mercados internacionais definida pelo setor, assente na promoção internacional contínua impulsionada, quer pelas campanhas de imagem coletivas do calçado português realizadas pela APICCAPS, quer pelo esforço individual de participação em feiras realizado pelas empresas, bem como a aposta no desenvolvimento e promoção de Marcas Próprias, como hipótese genérica do nosso estudo esperamos encontrar uma alteração dos determinantes da estrutura de capitais, sendo que fatores como a Marca Própria e as Exportações assumirão significância no nível de Endividamento das empresas do setor nos últimos anos do período em análise em detrimento de determinantes de natureza mais tangível.

4.3 Modelo

A partir das hipóteses formuladas tendo presente o referencial teórico, os estudos já realizados e a disponibilidade de dados, as variáveis dependentes dizem respeito à estrutura de capitais e são representadas por rácios de endividamento calculados a partir dos dados quantitativos recolhidos.

São calculados três rácios de endividamento: um como medida do endividamento total; um como medida do endividamento de médio e longo prazo, e um como medida de endividamento de curto prazo. Desta forma, poderemos aferir se os determinantes do nível de endividamento variam com a maturidade da dívida (Titman e Wessels, 1988; Bennett e Donnelly, 1993; Rajan e Zingales, 1995).

Tabela 2: Definição das Variáveis Dependentes

Variáveis Dependentes	Abreviatura	Indicador
Endividamento Total	ENDto	$\frac{\text{Capital Alheio Total}}{\text{Ativo Líquido Total}}$
Endividamento de Médio e Longo Prazo	ENDLp	$\frac{\text{Capital Alheio de Médio e Longo Prazo}}{\text{Ativo Líquido Total}}$
Endividamento de Curto Prazo	ENDCp	$\frac{\text{Capital Alheio de Curto Prazo}}{\text{Ativo Líquido Total}}$

Fonte: Elaboração Própria

As variáveis independentes (ou explicativas) dizem respeito aos fatores tidos mais comumente como determinantes da estrutura de capitais, ou seja: tangibilidade dos ativos, benefícios fiscais não relacionados com a dívida, crescimento dos ativos, unicidade, risco de negócio, rentabilidade e exportações.

Tabela 3: Definição das Variáveis Independentes

Variáveis Independentes	Abreviatura	Indicador	Sinal Esperado
Tangibilidade dos Ativos	TANGAt	$\frac{\text{Ativos Tangíveis}}{\text{Ativo Líquido Total}}$	+
Benefícios Fiscais não Decorrentes de Dívida	OBFNd	$\frac{\text{Depreciações}}{\text{EBITDA}}$	-
Oportunidades de Crescimento	CREAt	$\frac{\text{Ativo Total}_t - \text{Ativo Total}_{t-1}}{\text{Ativo Total}_{t-1}}$	-
Unicidade	Vdummy	1 – Empresas detentoras de Marca Própria 0 – Empresas que não detêm Marca Própria	-
Risco do Negócio	ΔEBITDA	$\frac{\text{EBITDA}_t - \text{EBITDA}_{t-1}}{\text{EBITDA}_{t-1}}$	-
Rentabilidade	REnt	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Vendas}}$	-
Exportações	EXPo	$\frac{\text{Vendas Internacionais}}{\text{Vendas Totais}}$	+

Fonte: Elaboração Própria

4.4 Metodologia de Investigação

Para estudar a problemática da evolução dos determinantes da estrutura de capitais das empresas da indústria do calçado (grupo 15201) opta-se por uma análise quantitativa assente no modelo econométrico de regressão linear múltipla, utilizando o método de estimação dos mínimos quadrados (OLS).

Os dados são organizados em “*cross section*”. O modelo é composto por três regressões lineares múltiplas, cada uma correspondendo aos rácios de endividamento definidos na Tabela 2. O modelo pode ser representado da seguinte forma:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum_{k=1}^n \beta_k X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que,

$Y_{i,t}$ = medida de endividamento da empresa i no ano t para diferentes maturidades;

β_0 = constante;

β_k = parâmetro estimado pelo modelo

X = vetor das variáveis explicativas; e

$\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório

O vetor das variáveis explicativas inclui k fatores, a saber:

- Tangibilidade dos Ativos
- Benefícios Fiscais não Decorrentes de Dívida
- Oportunidades de Crescimento
- Unicidade
- Risco de Negócio
- Rentabilidade
- Exportações

5 Dados

Neste capítulo caracteriza-se a amostra em estudo e os procedimentos estatísticos prosseguidos no estudo.

5.1 Bases de Dados

A amostra utilizada neste estudo foi obtida através do Sistema de Balanços Ibéricos – *System Analysis of Iberian Sheets (Sabi)*, plataforma informática gerida pela *Bureau Van Dijke* e pela *Informa D&B*, que reúne informação geral e contas anuais de empresas portuguesas e espanholas. A amostra considera informação financeira de um horizonte temporal de sete anos (2011 a 2017). À semelhança de outros estudos, utilizaram-se valores contabilísticos (históricos), tendo em conta que valores de mercado não são aplicáveis às empresas que constituem a amostra. A amostra é composta por empresas dedicadas à fabricação de calçado (grupo 15201).

5.2 Seleção da Amostra

Tendo em conta a heterogeneidade da indústria do calçado, a seleção da amostra teve em consideração alguns critérios. Assim, foram eliminadas as empresas com capital próprio negativo (por não estar assegurado o pressuposto da continuidade, embora esta escolha possa gerar algum *survivorshipbias*); as empresas sem informação financeira publicada a 31.12.2017; as empresas multinacionais (porque as políticas financeiras são provavelmente definidas pela casa-mãe) e as empresas com volume de negócios inferior a um milhão de euros para todos os anos do período em análise (já que nestas empresas potencialmente não existirá uma estratégia de financiamento bem definida).

Tabela 4: Seleção da Amostra

	N.º de Empresas
grupo 15201	2.682
Critérios de Seleção	
Empresas com capital próprio negativo	525
Empresas sem informação financeira	451
Empresas Multinacionais	9
Empresas com VN <1 Milhão de Euros	1504
Amostra Final	193

Fonte: Elaboração Própria

Conforme descrito na Tabela 4, a amostra inicial era composta por 2.682 empresas. Depois de aplicados os critérios de seleção anteriormente descritos, a amostra final reduziu-se para 193 empresas, a qual se assume ser representativa do sector.

Como ferramenta de análise estatística recorreu-se ao software SPSS versão 25.

5.3 Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas das amostras consideradas no presente estudo podem ser consultadas no Anexo 1.

Tendo em conta a correlação de *Pearson* não existe multicolinearidade atendendo a que os coeficientes de correlação são inferiores a 80%, conforme pode ser visualizado no Anexo 2.

6 Resultados

Neste ponto são apresentados e analisados os resultados dos modelos de forma a determinar a relevância dos fatores determinantes da estrutura de capitais considerados no ponto 4., no nível de endividamento total, de médio e longo prazo e de curto prazo das empresas do setor do calçado. É igualmente analisada a evolução dos determinantes ao longo do período 2011 a 2017.

A partir dos coeficientes estimados pelos modelos de regressão, observou-se a natureza (positiva ou negativa) da relação existente entre os indicadores da variável dependente e os fatores explicativos. A partir da estatística *t-Student* (para diferentes níveis de significância), avaliou-se a significância individual das diferentes variáveis explicativas das três regressões lineares.

6.1 Endividamento Total

No Endividamento Total e conforme os dados da Tabela 5, para todos os anos do período em análise, os determinantes que influenciaram o nível de Endividamento Total foram a Tangibilidade dos Ativos e a Rentabilidade.

Tabela 5: Resultados do modelo de regressão Endividamento Total (2011-2017)

Variáveis Inde- pendentes	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.
(Constante)	0,031	-0,039	0,030	0,039	0,040	0,072	0,074
TNGAt	0,642 **	0,697 **	0,786 **	0,802 **	0,880 **	0,911 **	0,806 **
OBFNd	0,059	0,074	-0,033	0,002	0,041	-0,001	0,015
CREAt	-0,038	0,001	-0,074	0,152	0,003	0,364***	0,110
Vdummy	0,022	0,017	0,007	0,011	0,007	-0,004	0,009
ΔEBITDA	0,010	0,022	-0,044	-0,006	-0,024	0,008	0,000
REnt	-1,97 **	-2,008 **	-1,572 **	-1,909 **	-1,948 **	-2,654 **	-2,352 **
EXPo	-0,020	0,051	-0,035	-0,066	-0,055	-0,054	-0,079
R ²	0,245	0,237	0,243	0,274	0,303	0,364	0,317
R ² ajustado	0,217	0,209	0,214	0,247	0,277	0,340	0,291
F Sig	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DW	2,055	2,020	2,091	2,078	2,156	1,932	1,91

a. Variável Dependente: Endividamento Total (ENDTo)

b. Variáveis Explicativas: Tangibilidade dos Ativos (TNGat), Benefícios Fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd), Oportunidades de Crescimento (CREAt), Unicidade (Vdummy), Risco de Negócio (ΔEBITDA), Rentabilidade (REnt) e Exportações (EXPo)

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Para todos os anos do período em análise, observou-se uma relação positiva entre o nível de Endividamento e a Tangibilidade dos Ativos, validando-se, assim, a [H1]. As empresas com mais ativos tangíveis podem endividar-se mais na medida em que os ativos tangíveis por não estarem sujeitos a elevados custos de falência podem ser usados como garantia de dívida (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2000; Couto e Ferreira, 2010; Vieira, 2013; Serrasqueiro e Caetano, 2014; Tiwari e Krishnankutty, 2014).

No que diz respeito ao determinante Benefícios Fiscais não Decorrentes de Dívida, esperava-se uma relação negativa com o nível de Endividamento (Miller, 1977; Titman e Wessels, 1988; Frank e Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014). No entanto, esta variável não é significativa para o nível de Endividamento Total, pelo que [H2] não foi validada.

No que confere às Oportunidades de Crescimento esperavamos obter uma relação negativa no nível do Endividamento, de acordo com a Teoria do Trade Off (Myers, 1984;

Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Stulz, 1990; Rajan e Zingales, 1995) No entanto, a [H3] não foi validada pelos resultados obtidos. Para todos os anos do período em análise a variável Oportunidades de Crescimento não é significativa no Endividamento Total das empresas.

Quanto à variável Unicidade, medida no nosso estudo pela detenção de Marca Própria, era expectável encontrar uma relação negativa com o nível de Endividamento (Titman e Wessels, 1988). No entanto, a variável Unicidade não se revelou significativa no Endividamento das empresas, mesmo nos últimos anos da amostra onde se antecipava que as estratégias baseadas em Marca Própria comessem a ter impacto significativo.

Relativamente à variável Risco de Negócio esperava-se uma relação negativa com o nível de Endividamento Total das empresas, (Titman e Wessels, 1988; Jorge e Armada, 2001; Frank & Goyal, 2009; Couto e Ferreira, 2010; Serrasqueiro e Caetano, 2014). No entanto, o nosso estudo mostrou que a variável Risco de Negócio não é determinante para o nível de Endividamento Total, pelo que [H5] não foi validada..

No que respeita à variável Rentabilidade era expectável uma relação negativa entre esta e o nível de Endividamento (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2001; Baker e Wurgler, 2002; Couto e Ferreira, 2010). De facto, essa relação é observável em todos os anos do período, pelo que validamos [H6].

Relativamente à variável Exportações, ela não se verifica como determinante no nível de Endividamento Total. Portanto, concluímos que o nível de Endividamento não é afetado pelas exportações das empresas produtoras de calçado.

Finalmente, importa referir que quanto à evolução dos determinantes da estrutura de capitais do Endividamento Total, os resultados mostraram um comportamento uniforme e estável dos determinantes Tangibilidade dos Ativos e Rentabilidade ao longo dos anos de 2011 a 2017.

6.2 Endividamento de Médio e Longo Prazo

No que diz respeito ao Endividamento de Médio e Longo prazo, e conforme os dados da Tabela 6, observou-se que a Tangibilidade dos Ativos e a Rentabilidade são determinantes significativos comuns a todos os anos em análise.

Esperava-se uma relação positiva para o determinante Tangibilidade dos Ativos (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2000; Couto e Ferreira, 2010; Vieira, 2013; Serrasqueiro e Caetano, 2014; Tiwari e Krishnankutty, 2014) e uma relação negativa para o fator Rentabilidade no nível de Endividamento de Médio e de Longo Prazo (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2001; Baker e Wurgler, 2002; Couto e Ferreira, 2010). Como podemos visualizar na Tabela 6, o sinal observado coincide com o sinal esperado pelo que validamos [H1] e [H6].

Tabela 6: Resultados do modelo de regressão Endividamento de Médio e Longo Prazo (2011-2017)

Variáveis Independentes	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.
(Constante)	0,037	0,065	0,051	0,019	0,074	0,096	0,070
TNGAt	0,230 ***	0,343 **	0,394 **	0,373 **	0,384 **	0,270 **	0,280 **
OBFNd	0,028	-0,065	-0,043 **	0,039	0,001	0,007	0,008
CREAt	0,001	-0,022	0,018	0,105***	0,002	0,159 **	0,071
Vdummy	0,001	0,006	-0,002	-0,007	0,004	-0,007	0,018
ΔEBITDA	-0,002	-0,011	-0,019 *	-0,005**	0,003	0,007	-0,001
RENt	-0,405 *	-0,594 ***	-0,481***	-0,280 ***	-0,474 **	-0,639 **	-0,519 ***
EXPo	0,040	0,046	0,031	0,024	-0,002	0,000	0,000
R ²	0,137	0,190	0,327	0,238	0,207	0,189	0,163
R ² ajustado	0,105	0,159	0,301	0,209	0,177	0,159	0,131
F Sig	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
DW	1,816	2,011	2,208	2,133	2,120	2,319	1,978

a. Variável Dependente: Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp)

b. Variáveis Explicativas: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt), Benefícios Fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd), Oportunidades de Crescimento (CREAt), Unicidade (Vdummy), Risco de Negócio (ΔEBITDA), Rentabilidade (RENt) e Exportações (EXPo)

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

No que diz respeito ao determinante Benefícios Fiscais não Decorrentes de Dívida, esperava-se uma relação negativa com o nível de Endividamento (Miller, 1977; Titman e Wessels, 1988; Frank e Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014). No entanto, esta variável apenas é significativa para o nível de Endividamento de Médio e Longo Prazo em 2013, pelo que [H2] é validada apenas nesse ano.

Quanto à variável Risco de Negócio esperava-se uma relação negativa com o nível de Endividamento. Os nossos resultados validaram [H5] apenas nos anos de 2013 e 2014. Nos restantes anos, o Risco de Negócio não tem impacto significativo sobre o nível do Endividamento de Médio e Longo Prazo.

No período analisado, os resultados evidenciam que as variáveis Marca Própria e Exportação não foram significativas nos níveis de Endividamento de Médio e Longo Prazo, pelo que rejeitamos [H4] e [H7].

Os resultados do nosso estudo mostram um comportamento estável e uniforme ao longo dos anos do período em análise dos determinantes Tangibilidade dos Ativos e Rentabilidade no Endividamento de Médio e Longo Prazo em linha com o comportamento evidenciado no Endividamento Total. Já o determinante Risco de Negócio não apresenta um comportamento de estabilidade ao longo do período, sendo significativo apenas nos anos de 2013 e 2014. Este facto pode, eventualmente, ser justificado pelo contexto macroeconómico recessivo vivenciado em Portugal nesses anos, que fez com que os financiadores incluíssem a variável risco de incumprimento na concessão de crédito às empresas do setor.

6.3 Endividamento de Curto Prazo

Quanto ao Endividamento de Curto Prazo e conforme os dados da Tabela 7, verificou-se que para os anos de 2011 e 2012 o modelo de regressão não é significativo, logo os determinantes considerados no modelo não tiveram em conjunto influência no nível de Endividamento a menos de um ano. Tal facto, pode ser potencialmente explicado pelo clima de instabilidade económica e financeira que originaram uma nova perceção do risco de incumprimento, tendo como consequência uma diminuição da concessão de crédito por parte dos financiadores.

Tabela 7: Resultados do modelo de regressão Endividamento de Curto Prazo (2011-2017)

Variáveis Inde- pendentes	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.	coef.
(Constante)	0,085	0,069	0,097	0,138	0,088	0,107	0,137
TNGAt	0,088	0,119	0,123	0,118	0,087	0,235 ***	0,159 ***
OBFNd	0,032	0,032	0,013	-0,056	0,022 ***	-0,009	0,005
CREAt	-0,018	-0,012	-0,035	0,069	0,087	0,073	0,073
Vdummy	0,013	0,001	-0,001	0,009	0,009	0,014	-0,009
ΔEBITDA	0,006	-0,001	-0,008	0,002	-0,009	0,002	0,002
RENt	-0,190	-0,270	-0,344 *	-0,772 **	-0,630 **	-0,730 **	-0,628 **
EXPo	-0,013	0,011	0,004	0,010	0,040	0,006	-0,023
R ²	0,052	0,050	0,077	0,156	0,146	0,143	0,115
R ² ajustado	0,016	0,014	0,042	0,124	0,114	0,110	0,081
F Sig	0,185	0,217	0,035	0,000	0,000	0,000	0,002
DW	2,015	1,721	1,899	1,743	1,993	1,833	2,083

a. Variável Dependente: Endividamento de Curto Prazo (ENDCp)

b. Variáveis Explicativas: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt), Benefícios Fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd), Oportunidades de Crescimento (CREAt), Unicidade (Vdummy), Risco de Negócio (ΔEBITDA), Rentabilidade (RENt) e Exportações (EXPo)

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Os resultados obtidos apontam para uma normalização nas regras de concessão de crédito de curto prazo às empresas do setor, a partir de 2013, sendo que o nível de Endividamento passou a ser determinado pela Rentabilidade para esse e para os anos seguintes. Já para os anos de 2016 e 2017, a Tangibilidade dos Ativos assumiu significância ao nível do Endividamento de Curto Prazo. De facto, a partir de 2013, a economia Portuguesa começou, ainda que de forma moderada, a melhorar e o PIB passou a crescer. Logo, para os anos em que a conjuntura económica foi favorável os financiadores asseguraram o financiamento ao setor nas condições habituais.

A Tangibilidade dos Ativos influenciou positivamente o nível de Endividamento de Curto Prazo em 2016 e 2017 (Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales, 1995; Jorge e Armada, 2000; Couto e Ferreira, 2010; Vieira, 2013; Serrasqueiro e Caetano, 2014; Tiwari e Krishnankutty, 2014) e a Rentabilidade negativamente nos anos de 2013 a 2017 (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984; Titman e Wessels, 1988; Harris e Raviv, 1991; Rajan e Zingales,

1995; Jorge e Armanda, 2001; Baker e Wurgler, 2002; Couto e Ferreira, 2010), os nossos resultados validaram [H1] e [H6] para esses anos. Nos restantes anos, as variáveis não foram significativas para o nível de Endividamento a menos de um ano.

Quanto ao determinante Benefícios Fiscais não Decorrentes de Dívida, esperava-se uma relação negativa com o nível de Endividamento (Miller, 1977; Titman e Wessels, 1988; Frank e Goyal, 2009; Serrasqueiro e Caetano, 2014), no entanto a variável não foi significativa para o nível de Endividamento de Curto Praz, pelo que [H2] não foi validada.

Os determinantes Oportunidades de Crescimento, Unicidade, Risco de Negócio e Exportação não foram significativos no nível de Endividamento de Curto Prazo, pelo que [H3], [H4], [H5] e [H7] não foram validadas

Verificou-se um comportamento estável a partir de 2013 do determinante Rentabilidade e do determinante Tangibilidade dos Ativos a partir de 2016.

Em suma, o nosso estudo revelou que a significância dos determinantes da estrutura de capitais são coerentes nos três modelos de Endividamento considerados (total, de médio e longo prazo e de curto prazo) e que apresentaram um comportamento estável ao longo do período de 2011 a 2017. Ao contrário do que era espectável não se verificou uma alteração nos determinantes da estrutura de capitais em função da estratégia de internacionalização e de Marca Própria seguida pelo setor. Os nossos resultados não fornecem suporte empírico para a significância nos níveis de Endividamento dos determinantes Unicidade, Exportações e Oportunidades de Crescimento.

Quanto à variável Unicidade, medida no nosso estudo pela Marca Própria, e Exportações, para diversos mercados internacionais, uma justificação possível para a não significância no nível de Endividamento pode estar relacionada com o facto de os bancos não conseguirem compreender bem o valor da Marca e o potencial dos mercados de exportação. Por serem ativos intangíveis são difíceis de valorar e, por isso, estão sujeitos a assimetrias de informação elevadas, logo estes ativos não podem ser dados como colateral à dívida, ao contrário dos ativos tangíveis que estando menos sujeitos às assimetrias de informação são mais valiosos e mantêm mais o seu valor como colateral em caso de falência (Tiwari e Krishnankutty, 2014). Por outro lado, a tangibilidade dos ativos reduz a plasticidade e isso reduz os custos de agência da dívida (Scott, 1976).

A variável Oportunidades de Crescimento, medida no nosso estudo pela variação

do crescimento dos ativos, também não se revelou significativa no nível de Endividamento. Este facto pode estar relacionado com a *proxy* usada no estudo. No entanto, como as empresas do setor não estão cotadas em bolsa não foi possível usar uma medida melhor para quantificar as Oportunidades de Crescimento como, por exemplo, o Q de Tobin³.

Quanto à variável Risco do Negócio a medida utilizada no nosso estudo foi a variação do EBITDA. Uma vez que as empresas do setor não estão cotadas em bolsa não podemos usar um indicador de risco baseado no mercado, tal como o β ou a volatilidade das cotações, facto que pode justificar a não significância da variável sobre o nível de Endividamento.

A variação negativa do EBITDA pode estar relacionado com o facto de, num setor tão tradicional como o do calçado, o EBITDA ser uma aproximação ao *free cash flow*, uma vez que não existe investimento de substituição nem de expansão, este pode ser usado para reduzir a dívida.

Em 2016, a rentabilidade dos capitais próprios das empresas do setor era de 9% (Banco de Portugal, 2018). A fraca rentabilidade do setor poderá justificar a não significância da variável Benefícios Fiscais não Decorrentes da Dívida no nível de Endividamento. As empresas tenderão a amortizar os equipamentos em períodos mais longos de forma a apresentarem melhores resultados, garantindo assim o financiamento da atividade (Titman e Wessels, 1988; Jorge e Armanda, 2001; Serrasqueiro e Caetano, 2014).

Foram levados a cabo testes de robustez considerando outras variáveis explicativas encontradas na literatura como relevantes, tais como a idade, a dimensão, o salário médio dos trabalhadores, no entanto, os resultados empíricos não foram significativos.

Enquadrando os resultados obtidos na Teoria dos Custos de Agência, podemos antecipar que a estrutura de capitais das empresas do setor do calçado não é afectada por custos de agência do *equity*. De facto, quanto aos custos de agência do capital próprio, que resultam do conflito de interesses entre gestores e acionistas, tendo em conta que o setor é composto por PME e por ME e que a gestão é assegurada pelos acionistas das empresas

³ O Q de Tobin representa a razão entre o valor de mercado da empresa e o valor de substituição do seu ativo.

não se verificam conflitos de interesses entre gestores e acionistas, logo não há custos de agência do capital próprio. No que diz respeito aos custos de agência da dívida, aqueles que decorrem do conflito entre acionistas e credores, os mesmos também serão baixos na medida em que a plasticidade dos ativos fixos tangíveis é menor.

7 Conclusão, Limitações e Recomendações para Investigação Futura

A estrutura de capitais é um dos temas mais estudados nas Finanças Empresariais. Todavia, a disparidade de resultados dos estudos empíricos produzidos a partir do abandono dos pressupostos da Teoria de Modigliani e Miller demonstra que o tema não está completamente estudado.

Este trabalho de investigação contribui para a literatura com uma análise à evolução dos determinantes da estrutura de capitais das empresas portuguesas do setor do calçado (grupo 15201), para o período de 2011 a 2017, compreendendo os anos da Troika em Portugal (2011 a 2014) e os anos de melhoria moderada na performance da economia (2015 a 2017).

Os resultados demonstraram que o Endividamento Total e o Endividamento de Médio e Longo Prazo das empresas são de forma sistemática influenciados positivamente pela Tangibilidade dos Ativos e negativamente pela Rentabilidade. Após o período de incerteza financeira que caracterizou os anos de 2011 e 2012 e que contribui para o aumento do risco de incumprimento aos financiadores da atividade do setor, o nível de Endividamento de Curto Prazo, a partir de 2013, foi influenciado pela Rentabilidade das empresas, e mais recentemente, nos anos de 2016 e 2017 pela Tangibilidade dos Ativos.

Como limitações dos modelos podemos apontar a amostra usada no estudo. Ao excluir da amostra as empresas do setor com um volume de negócios inferior a um milhão de euros em todos os anos do período de análise, foi excluído um número significativo de empresas. No caso, essas empresas foram eliminados da amostra por entender a autora que essas empresas não tinham uma estratégia financeira definida. Em trabalhos futuros seria interessante incluir todas as empresas pertencentes ao grupo 15201.

Outra limitação prende-se com o facto de a crise financeira não ter sido explicitamente considerada no estudo. Assim, em trabalhos futuros seria interessante introduzir uma variável *dummy* para os anos da crise financeira e pós crise financeira, de modo a aferir os efeitos da recessão económica nos determinantes da estrutura de capitais.

Outra limitação prende-se com questões de endogeneidade do modelo, ou seja, a estrutura financeira pode depender das exportações ou de ter Marca Própria, mas ser uma empresa exportadora ou ter Marca Própria pode também depender da estrutura financeira.

Potencialmente, empresas muito endividadas têm menos capacidade exportadora, dado que são necessários recursos financeiros para a promoção internacional de uma Marca Própria. Uma sugestão seria, pois, tratar esta questão da simultaneidade/endogeneidade utilizando um sistema de equações simultâneas.

A dimensão das empresas não foi considerada na amostra, o que pode ser apontado como uma limitação do estudo. Em trabalhos futuros também seria potencialmente interessante dividir a amostra, em empresas de maior dimensão e empresas de menor dimensão e verificar se os resultados obtidos são coincidentes com os deste estudo.

No futuro, poderá ser realizado um estudo qualitativo baseado em entrevistas às administrações de diversas empresas do setor de modo a aferir as razões por detrás de certas políticas de financiamento que, com base na teoria de maximização do valor, parecem particularmente difíceis de explicar (Durand, 1952).

Como recomendação para pesquisas futuras sugerimos ainda estudar outros setores da economia portuguesa e verificar se as conclusões coincidem, ou não, com as deste estudo.

8 Referências Bibliográficas

- Agrawal, P., & Gup, B. (1996). Product Life Cycle: A paradigm for understanding financial management. *Financial Management* , 6 (20), 41-48.
- Akerlof, G. (1970). The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics* , 89, 488-500.
- APICAPPS. (2017). *Factos e Números*. Porto: xpo.
- APICCAPS. (2013). *2020 Footure Plano Estratégico Cluster do Calçado*. Porto.
- APICCAPS. (2018). *Facts & Numbers*. Porto.
- APICCAPS. (2014). *Facts and Numbers*. Porto.
- APICCAPS. (2017). *Footwear, Components and Leather Goods, 2017 Statistical Study*. Porto: CEGEA.
- APICCAPS. (2011). *Monografia Estatística* . Orgal Impressores.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance* , 57 (1), 1-32.
- Baker, M., Ruback, R. S., & Wurgler, J. (2004). *Behavioral Corporate Finance: A Survey*. National Bureau of Economic Research.
- Banco de Portugal . (2018). *Nota de Informação Estatística 65/2018, Análise setorial da indústria do calçado 2012-2016*.
- Banco de Portugal. (2012). *Análise setorial da indústria do calçado*. Estudos da Central de Balanços N.º 10, Lisboa.
- Banco de Portugal. (2016a). *Análise setorial da indústria do calçado*. Nota de Informação Estatística. N.º 67, Lisboa.
- Banco de Portugal. (2016b). *Quadro do setor SNC dados agregados*.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1996). On Financial Architecture: Leverage, Maturity, and Priority. *Journal of Applied Corporate Finance* , 8 (4), 4-17.
- Bennett, M., & Donnelly, R. (1993). The Determinants of Capital Structure: Some UK Evidence. *The British Accounting Review* , 25 (1), 43-59.

- Brealey, R., & Meyers, S. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais* (5ª ed.). McGraw-Hill.
- Brennan, M., & Kraus, A. (1987). Efficient Financing Under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* , 42 (5), 1225-1243.
- Chen, C. J., Cheng, C. S., & Kim, J. H. (1997). An Investigation of the Relationship between International Activities and Capital Structure. *Journal of International Business Studies* , 28 (3), 563-577.
- Couto, G., & Ferreira, S. (2010). Os determinantes da estrutura de capital de empresas do PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão* , 9 (1-2), 26-38.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics* , 8 (1), 3-29.
- Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets. *The Journal of Political Economy* , 97 (4), 828-862.
- Direção Geral das Atividades Económicas. (2017). *Sinopse Indústrias do Couro e do Calçado*.
- Durand, D. (1952). Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement. In National Bureau of Economic Research, *Conference on Research in Business Finance* (pp. 215-262). NBER.
- Elliott, W. B., Koeter-Kant, J., & Warr, R. S. (2008). Market Timing and the Debt-Equity Choice. *Journal of Financial Intermediation* , 17 (2), 175-197.
- Fisher, I. (1907). *The Rate of Interest*. New York: The Macmillan Company.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? *Financial management* , 38, 1-37.
- Gomes, R. (2012). A Estrutura do Capital das Empresas: Teoria ao Longo de 50 anos. *Economia & Empresa* , 14, 119-143.
- González, P. G. (1998). As Mudanças nas Políticas de Dividendos e o Mercado Financeiro. *Caderno de Estudos* , 10 (19), 70-81.
- Goyal, V. K., Lehn, K., & Racic, S. (2002). Growth opportunities and corporate debt policy: the case of the U.S. Defense industry. *Journal of Financial Economics* , 64, 35-59.

- Grinblatt, M., & Titman, S. (2002). *Financial Markets and Corporate Strategy*. Boston: MacGraw Hill Companies.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance* , 46 (1), 297-355.
- Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1978). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance* , 33 (2), 383-393.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management* , 31 (2), 33-45.
- Hirshleifer, D., & Thakor, A. V. (1992). Managerial Conservatism, Project Choice, and Debt. *The Review of Financial Studies* , 5 (3), 437- 470.
- Huang, R., & Ritter, J. R. (2005). Testing the market timing theory of capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 1, 221-246.
- Instituto Nacional de Estatística, I. (2007). *Classificação Portuguesa das Actividades Económicas Rev.3*. Lisboa: Instituto Nacional de Estatística, I.P.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* , 76 (9), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* , 3 (4), 305-360.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal of Finance* , 40 (4), 1053-1070.
- Jordan, J., Lowe, J., & Taylor, P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms. *Journal of Business Finance & Accounting* , 25 (1) e (2), 1-27.
- Jorge, S., & Armada, M. J. (2001). Factores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea* , 5 (2), 9-31.
- Jorge, S., & Armada, M. J. (2000). Uma Revisão das Teorias sobre Estruturas de Capitais das Empresas. *Estudos de Gestão: Portuguese Journal of Management Studies* , 5 (1), 23-42.
- Kane, A., Marcus, A. J., & McDonald, R. (1984). How big is the tax advantage of debt? *The Journal of Finance* , 39 (3), 841-853.

- Kraus, A., & Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance* , 28 (4), 911-922.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* , 32 (2), 371-387.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance* , 32 (2), 261-275.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* , 34 (4), 411-433.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* , 53 (3), 433-443.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* , 48 (3), 261-297.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* , 5, 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance* , 39 (3), 575-591.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* , 13 (2), 187-221.
- Myers, S. C., Allen, F., & Brealey, R. A. (2008). *Princípios de Finanças Empresariais* (8ª ed.). Mc Graw Hill.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance* , 50 (5), 1421-1460.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics* , 8 (1), 23-40.
- Schroeder, R. G., Clark, M. W., & Cathey, J. M. (2011). *Financial Accounting Theory and Analysis* (10ª ed.). Danvers: John Wiley & Sons, Inc.
- Scott, J. H. (1976). A Theory of Optimal Capital Structure. *The Bell Journal of Economics* , 34, 33-54.
- Serrasqueiro, Z., & Caetano, A. (2014). Trade-Off Theory versus Pecking Order

Theory: capital structure decisions in a peripheral region of Portugal. *Journal of Business Economics and Management* , 16 (2), 445-466.

Smith, C. W., & Warner, J. B. (1979). Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance* , 34 (1), 247-251.

Spence, M. (1973). Job Market Signalling. *The Quarterly Journal of Economics* , 87 (3), 355-374.

Stulz, R. M. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics* , 26 (1), 3-27.

Titman, S. (1984). The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics* , 13 (1), 137-151.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance* , 43 (1), 1-19.

Tiwari, A. K., & Krishnankutty, R. (2014). Determinants of capital structure: comparison of empirical evidence for the use of different estimators. *Theoretical and Applied Economics* , 21 (12), 63-82.

Vieira, E. (2013). Determinantes da estrutura de capital das empresas portuguesas cotadas. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão* , 12, 38-51.

Yilmaz, A. A., & Selcuk, E. A. (2010). Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *International Business Research* , 3 (3), 126-132.

9 Anexos

Anexo 1: Estatísticas Descritivas (2011-2017)

Estatísticas Descritivas 2011

	ENDto	ENDLp	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
N Válido	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
Média	0,0461	0,0973	0,1008	0,1891	0,4423	0,1337	0,5233	0,4146	0,0648	0,7547
Mediana	0,0750	0,0640	0,0500	0,1690	0,4250	0,0140	1,0000	0,1230	0,0530	0,8800
Desvio P.	0,27193	0,11153	0,11404	0,12532	0,31031	1,35933	0,50076	3,44781	0,04342	0,29943
Variância	0,074	0,012	0,013	0,016	0,096	1,848	0,251	11,887	0,002	0,090
Mínimo	-0,78	0,00	0,00	0,00	0,01	-0,50	0,00	-13,66	0,01	0,00
Máximo	0,61	0,49	0,51	0,64	3,39	18,81	1,00	42,19	0,27	1,00

Estatísticas Descritivas 2012

	ENDto	ENDLp	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
N Válido	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
Média	0,0313	0,0958	0,0916	0,1796	0,3829	0,1081	0,5233	0,1815	0,0677	0,7743
Mediana	0,0620	0,0640	0,0520	0,1580	0,3580	0,0550	1,0000	0,0610	0,0580	0,9010
Desvio P.	0,27164	0,11519	0,10884	0,12389	0,27722	0,24353	0,50076	0,74733	0,04705	0,29471
Variância	0,074	0,013	0,012	0,015	0,077	0,059	0,251	0,558	0,002	0,087
Mínimo	-0,69	0,00	0,00	0,00	-1,00	-0,27	0,00	-3,57	-0,09	0,00
Máximo	0,67	0,67	0,52	0,60	1,91	1,95	1,00	4,34	0,25	1,00

Estatísticas Descritivas 2013

	ENDto	ENDLp	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
N Válido	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
Média	-0,0008	0,0927	0,0929	0,1743	0,2860	0,1350	0,5233	0,2596	0,0725	0,7844
Mediana	0,0340	0,0450	0,0530	0,1510	0,3350	0,0920	1,0000	0,1240	0,0600	0,9210
Erro Desvio	0,28169	0,12222	0,10840	0,12013	0,96672	0,21449	0,50076	0,85225	0,05089	0,28450
Variância	0,079	0,015	0,012	0,014	0,935	0,046	0,251	0,726	0,003	0,081
Mínimo	-0,80	0,00	0,00	0,00	-11,79	-0,31	0,00	-4,25	-0,07	0,00

Estatísticas Descritivas 2014

	ENDto	ENDLp	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
N Válido	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
Média	0,0019	0,1013	0,0984	0,1727	0,3424	0,0943	0,5233	-0,2363	0,0771	0,7764
Mediana	0,0280	0,0630	0,0590	0,1520	0,3260	0,0720	1,0000	0,0720	0,0600	0,8950
Erro Desvio	0,29175	0,12041	0,11877	0,12160	0,25480	0,17794	0,50076	4,71007	0,06205	0,28195
Mínimo	-0,85	0,00	0,00	0,00	-0,70	-0,26	0,00	-58,55	-0,22	0,00
Máximo	0,61	0,51	0,56	0,62	1,86	0,92	1,00	15,89	0,32	1,00

Estatísticas Descritivas 2015

	ENDto	ENDLp	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
N Válido	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
Média	0,0124	0,1055	0,1021	0,1779	0,3422	0,0859	0,5233	0,1135	0,0807	0,7647
Mediana	0,0260	0,0730	0,0640	0,1500	0,3080	0,0660	1,0000	0,0440	0,0670	0,8990
Erro Desvio	0,28998	0,11143	0,12108	0,11975	0,84508	0,18599	0,50076	0,76080	0,05805	0,29115
Mínimo	-0,81	0,00	0,00	0,01	-5,32	-0,42	0,00	-2,67	-0,07	0,00
Máximo	0,60	0,49	0,53	0,66	7,89	0,91	1,00	5,14	0,30	1,00

Estatísticas Descritivas 2016

	ENDto	ENDLp	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt 2016	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
N Válido	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
Média	0,0184	0,1043	0,1081	0,1856	0,3443	0,0519	0,5233	-0,1818	0,0738	0,7752
Mediana	0,0180	0,0730	0,0540	0,1500	0,3800	0,0300	1,0000	-0,0630	0,0590	0,8990
Erro Desvio	0,31195	0,12341	0,13454	0,12563	1,31555	0,15479	0,50076	2,08276	0,05822	0,28591
Mínimo	-0,74	0,00	0,00	0,01	-11,94	-0,27	0,00	-25,36	-0,11	0,00
Máximo	0,68	0,66	0,59	0,66	11,57	0,82	1,00	7,61	0,31	1,00

Estatísticas Descritivas 2017

	ENDto	ENDLp	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
N Válido	193	193	193	193	193	193	193	193	193	193
Média	0,0246	0,1037	0,1081	0,1882	0,2973	0,0531	0,5233	-0,1965	0,0662	0,7657
Mediana	0,0500	0,0640	0,0580	0,1560	0,3760	0,0290	1,0000	-0,0720	0,0540	0,8975
Erro Desvio	0,31993	0,12888	0,13289	0,12347	1,37699	0,18088	0,50076	3,81676	0,06046	0,30696
Mínimo	-0,75	0,00	0,00	0,01	-16,05	-0,62	0,00	-41,68	-0,09	0,00
Máximo	0,69	0,73	0,62	0,60	6,05	1,23	1,00	28,48	0,34	1,00

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (RENt) e Exportações (EXPo);

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Anexo 2: Matriz de Correlação (2011-2017)

Endividamento Total 2011

	ENDto	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDto	1,000							
TNGAt	0,327 **	1,000						
OBFNd	0,323 **	0,424**	1,000					
CREAt	-0,126	-0,051	-0,114	1,000				
Vdummy	0,076	0,067	0,105	-0,088	1,000			
ΔEBITDA	-0,090	-0,073	-0,137	0,864 **	-0,080	1,000		
REnt	-0,349 **	0,000	-0,383 **	0,062	-0,013	0,058	1,000	
EXPo	-0,05364	0,00378	-0,0174	-0,045	0,121999	-0,0461851	0,12533	1,000

Endividamento de Médio e Longo Prazo 2011

	ENDLp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDLp	1,000							
TNGAt	0,295 **	1,000						
OBFNd	0,252 **	0,424 **	1,000					
CREAt	-0,067	-0,051	-0,114	1,000				
Vdummy	0,049	0,067	0,105	-0,088	1,000			
ΔEBITDA	-0,082	-0,073	-0,137	0,864**	-0,080	1,000		
REnt	-0,176 *	0,000	-0,383***	0,062	-0,013	0,058	1,000	
EXPo	0,090	0,004	-0,017	-0,045	0,122	-0,046	0,125***	1,000

Endividamento de Curto Prazo 2011

	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt2011	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDCp	1,000							
TNGAt	0,135	1,000						
OBFNd	0,163	0,424	1,000					
CREAt	-0,082	-0,051	-0,114	1,000				
Vdummy	0,073	0,067	0,105	-0,088	1,000			
ΔEBITDA	-0,033	-0,073	-0,137	0,864	-0,080	1,000		
REnt	-0,114	0,000	-0,383	0,062	-0,013	0,058	1,000	
EXPo	-0,037	0,004	-0,017	-0,045	0,122	-0,046	0,125	1,000

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (REnt) e Exportações (EXPo);

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Endividamento Total 2012

	ENDto	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDto	1,000							
TNGAt	0,330**	1,000						
OBFNd	0,240**	0,291**	1,000					
CREAt	-0,006	0,065	-0,134 *	1,000				
Vdummy	0,081	0,106 *	0,011	-0,090				
ΔEBITDA	-0,022	0,111	0,002	0,139	0,058	1,000		
RENt	-0,319 **	0,066	-0,216 *	0,052	-0,017	0,334 **	1,000	
EXPo	0,042	0,056	-0,068	-0,082	0,101	-0,048	0,078	1,000

Endividamento de Médio e Longo Prazo 2012

	ENDLp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDLp	1,000							
TNGAt	0,306 **	1,000						
OBFNd	0,001	0,291 **	1,000					
CREAt	-0,035	0,065	-0,135	1,000				
Vdummy	0,078	0,106	0,011	-0,090	1,000			
ΔEBITDA	-0,121	0,111	0,002	0,139	0,058	1,000		
RENt	-0,201	0,066	-0,216 *	0,052	-0,017	0,335**	1,000	
EXPo	0,139 *	0,056	-0,068	-0,082	0,101	-0,048	0,078	1,000

Endividamento de Curto Prazo 2012

	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDCp	1,000							
TNGAt	0,150	1,000						
OBFNd	0,147 ***	0,291	1,000					
CREAt	-0,039 **	0,065	-0,135	1,000				
Vdummy	0,028 *	0,106	0,011	-0,090	1,000			
ΔEBITDA	-0,038	0,111	0,002	0,139	0,058	1,000		
RENt	-0,128	0,066	-0,216	0,052	-0,017	0,335	1,000	
EXPo	0,026	0,056	-0,068	-0,082	0,101	-0,048	0,078	1,000

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (RENt) e Exportações (EXPo);

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Endividamento Total 2013

	ENDto	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDto	1,000							
TNGAt	0,294 **	1,000						
OBFNd	-0,115	0,017	1,000					
CREAt	-0,184 *	-0,023	-0,004	1,000				
Vdummy	0,029	0,116	0,106	0,002	1,000			
ΔEBITDA	-0,237 **	0,066	0,048	0,414 **	0,015	1,000		
RENt	-0,31 **	0,109	0,023	0,28 **	0,016	0,338 **	1,000	
EXPo	-0,016	0,061	-0,059	-0,076	0,108	0,011	0,045	1,000

Endividamento de Médio e Longo Prazo 2013

	ENDLp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDLp	1,000							
TNGAt	0,353 **	1,000						
OBFNd	-0,352 **	0,017	1,000					
CREAt	-0,085	-0,023	-0,004	1,000				
Vdummy	0,001	0,116	0,106	0,002	1,000			
ΔEBITDA	-0,180 *	0,066	0,048	0,414 **	0,015	1,000		
RENt	-0,20 *	0,109	0,023	0,238 **	0,016	0,338 **	1,000	
EXPo	0,102	0,061	-0,059	-0,076	0,108	0,011	0,045	1,000

Endividamento de Curto Prazo 2013

	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDCp	1,000							
TNGAt	0,118	1,000						
OBFNd	0,115	0,017	1,000					
CREAt	-0,138	-0,023	-0,004	1,000				
Vdummy	0,023	0,116	0,106	0,002	1,000			
ΔEBITDA	-0,132	0,066	0,048	0,414 **	0,015	1,000		
RENt	-0,181 *	0,109	0,023	0,283 **	0,016	0,338 **	1,000	
EXPo	0,008	0,061	-0,059	-0,076	0,108	0,011	0,045	1,000

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (RENt) e Exportações (EXPo);

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Endividamento Total 2014

	ENDto	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDto	1,000							
TNGAt	0,302 **	1,000						
OBFNd	0,150	0,109	1,000					
CREAt	0,013	-0,081	-0,124	1,000				
Vdummy	0,005	0,049	0,078	0,009	1,000			
ΔEBITDA	-0,124	-0,004	0,022	-0,018	0,124	1,000		
REnt	-0,387 **	0,045	-0,301 **	0,146	0,044	0,072	1,000	
EXPo	-0,036	0,124	-0,034	-0,078	0,027	-0,079	0,037	1,000

Endividamento de Médio e Longo Prazo 2014

	ENDLp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDLp	1,000							
TNGAt	0,373 **	1,000						
OBFNd	0,139	0,109	1,000					
CREAt	0,092	-0,081	-0,124	1,000				
Vdummy	-0,032	0,049	0,078	0,009	1,000			
ΔEBITDA	-0,221 *	-0,004	0,022	-0,018	0,124	1,000		
REnt	-0,143	0,045	-0,301 **	0,146	0,044	0,072	1,000	
EXPo	0,097	0,124	-0,034	-0,078	0,027	-0,079	0,037	1,000

Endividamento de Curto Prazo 2014

	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDCp	1,000							
TNGAt	0,086	1,000						
OBFNd	0,006	0,109	1,000					
CREAt	0,046	-0,081	-0,124 *	1,000				
Vdummy	0,028	0,049	0,078	0,009	1,000			
ΔEBITDA	0,043	-0,004	0,022	-0,018	0,124	1,000		
REnt	-0,339 **	0,045	-0,301 **	0,146	0,044	0,072	1,000	
EXPo	0,015	0,124 *	-0,034	-0,078	0,027	-0,079	0,037	1,000

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (REnt) e Exportações (EXPo);

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Endividamento Total 2015

	ENDto	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDto	1,000							
TNGAt	0,327 **	1,000						
OBFNd	0,153	-0,019	1,000					
CREAt	-0,063	0,141 *	-0,023	1,000				
Vdummy	0,016	0,066	0,104	-0,069	1,000			
ΔEBITDA	-0,223 ***	-0,134 *	-0,038	0,202	0,044	1,000		
REnt	-0,384 **	0,106	-0,103	0,266	0,068	0,292 **	1,000	
EXPo	-0,051	0,052	0,052	-0,070	0,061	-0,090	0,069	1,000

Endividamento de Médio e Longo Prazo 2015

	ENDLp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDLp	1,000							
TNGAt	0,385 **	1,000						
OBFNd	0,029	-0,019	1,000					
CREAt	-0,002	0,141	-0,023	1,000				
Vdummy	0,030	0,066	0,104	-0,069	1,000			
ΔEBITDA	-0,108 *	-0,134	-0,038	0,202 ***	0,044	1,000		
REnt	-0,197 *	0,106	-0,103	0,266	0,068	0,292 **	1,000	
EXPo	-0,002	0,052	0,052	-0,070	0,061	-0,090	0,069	1,000

Endividamento de Curto Prazo 2015

	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDCp	1,000							
TNGAt	0,086	1,000						
OBFNd	0,194	-0,019	1,000					
CREAt	0,040	0,141	-0,023	1,000				
Vdummy	0,031	0,066	0,104	-0,069	1,000			
ΔEBITDA	-0,145	-0,134	-0,038	0,202	0,044	1,000		
REnt	-0,282	0,106	-0,103	0,266	0,068	0,292	1,000	
EXPo	0,087	0,052	0,052	-0,070	0,061	-0,090	0,069	1,000

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (REnt) e Exportações (EXPo);

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Endividamento Total 2016

	ENDto	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDto	1,000							
TNGAt	0,333 **	1,000						
OBFNd	0,052	0,089	1,000					
CREAt	0,103	-0,027	0,010	1,000				
Vdummy	-0,024	0,066	0,016	-0,033	1,000			
ΔEBITDA	-0,052	-0,125	0,017	0,024	0,088	1,000		
REnt	-0,425 **	0,037	-0,034	0,138	0,079	0,133	1,000	
EXPo	-0,049	0,051	-0,123	0,032	0,042	-0,002	0,050	1,000

Endividamento de Médio e Longo Prazo 2016

	ENDLp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDLp	1,000							
TNGAt	0,247 **	1,000						
OBFNd	0,108	0,089	1,000					
CREAt	0,155	-0,027	0,010	1,000				
Vdummy	-0,027	0,066	0,016	-0,033	1,000			
ΔEBITDA	0,053	-0,125	0,017	0,024	0,088	1,000		
REnt	-0,252 **	0,037	-0,034	0,138	0,079	0,133	1,000	
EXPo	-0,005	0,051	-0,123	0,032	0,042	-0,002	0,050	1,000

Endividamento de Curto Prazo 2016

	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	REnt	EXPo
ENDCp	1,000							
TNGAt	0,196 **	1,000						
OBFNd	-0,061	0,089	1,000					
CREAt	0,034	-0,027	0,010	1,000				
Vdummy	0,043	0,066	0,016	-0,033	1,000			
ΔEBITDA	-0,027	-0,125	0,017	0,024	0,088	1,000		
REnt	-0,283	0,037	-0,034	0,138	0,079	0,133	1,000	
EXPo	0,023	0,051	-0,123	0,032	0,042	-0,002	0,050	1,000

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (REnt) e Exportações (EXPo);

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)

Endividamento Total 2017

	ENDto	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDto	1,000							
TNGAt	0,352 **	1,000						
OBFNd	0,090 *	0,122**	1,000					
CREAt	-0,010	0,121 **	-0,012	1,000				
Vdummy	0,020	0,064	0,077	-0,110	1,000			
ΔEBITDA	-0,035	0,009	0,034	0,029	-0,031	1,000		
RENt	-0,445 **	-0,067	0,033	0,251	0,027	0,105	1,000	
EXPo	-0,049***	0,064	-0,040	-0,054	-0,003	-0,066	-0,028	1,000

Endividamento de Médio e Longo Prazo 2017

	ENDLp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDLp	1,000							
TNGAt	0,321 **	1,000						
OBFNd	0,115	0,122	1,000					
CREAt	0,062	0,121	-0,012	1,000				
Vdummy	0,078	0,064	0,077	-0,110	1,000			
ΔEBITDA	-0,036	0,009	0,034	0,029	-0,031	1,000		
RENt	-0,233	-0,067	0,033	0,251	0,027	0,105	1,000	
EXPo	0,015	0,064	-0,040	-0,054	-0,003	-0,066	-0,028	1,000

Endividamento de Curto Prazo 2017

	ENDCp	TNGAt	OBFNd	CREAt	Vdummy	ΔEBITDA	RENt	EXPo
ENDCp	1,000							
TNGAt	0,180	1,000						
OBFNd	0,058	0,122	1,000					
CREAt	0,052	0,121	-0,012	1,000				
Vdummy	-0,039	0,064	0,077	-0,110	1,000			
ΔEBITDA	0,024	0,009	0,034	0,029	-0,031	1,000		
RENt	-0,264 **	-0,067	0,033	0,251	0,027	0,105	1,000	
EXPo	-0,046	0,064	-0,040	-0,054	-0,003	-0,066	-0,028	1,000

a. Variáveis dependentes: Endividamento Total (ENDto); Endividamento de Médio e Longo Prazo (ENDLp) e Endividamento de Curto Prazo (ENDCp);

b. Variáveis independentes: Tangibilidade dos Ativos (TNGAt); Outros Benefícios fiscais não decorrentes de dívida (OBFNd); Oportunidades de Crescimento (CREAt); Unicidade (Vdummy); Risco de Negócio (ΔEBITDA); Rentabilidade (RENt) e Exportações (EXPo);

* nível de significância de 0,10

** nível de significância de 0,05

*** nível de significância de 0,01

Fonte: Elaboração Própria (a partir dos resultados obtidos no SPSS)